

# **Fusões & Aquisições no setor bancário em tempo de crise: Impacto na Performance Operacional dos Bancos Adquirentes**

por

António Manuel Cardoso Gomes

Dissertação de Mestrado em Finanças

Orientada por

Miguel Augusto Gomes Sousa

2012

*Pedras no caminho?*

*Guardo todas, um dia vou construir um castelo...*

Fernando Pessoa

A ti Susana, que há muito me ajudas a recolhê-las,

Obrigado

## **Nota biográfica**

António Manuel Cardoso Gomes nasceu a 6 de dezembro de 1975 em Espinho, Portugal.

Em 2001 iniciou a Licenciatura em Gestão Bancária no Instituto Superior de Gestão Bancária do Porto, a qual concluiu em 2006.

Em 2009 iniciou o Mestrado em Finanças na Faculdade de Economia da Universidade do Porto, tendo concluído a componente curricular do plano em 2011.

Em termos profissionais, foi colaborador do Banco Comercial Português de 1999 a 2007. É colaborador desde então e até à presente data no Barclays Bank PLC.

## **Agradecimentos**

Quero manifestar um profundo agradecimento ao Professor Miguel Augusto Gomes Sousa pela sua preciosa orientação, sem a qual não teria sido possível concluir a presente dissertação. Foi um verdadeiro privilégio tê-lo como orientador.

Agradeço também a todos os Professores da componente curricular do Mestrado, que muito me ensinaram e inspiraram a prosseguir, bem como à instituição FEP que tão bons momentos me proporcionou.

Agradeço ainda a todos os alunos com quem me cruzei e que de uma forma ou de outra me marcaram ao longo deste percurso. Um agradecimento especial ao meu amigo de todas as horas e de vários trabalhos de grupo, Pedro Castro.

O maior agradecimento está no entanto reservado à minha esposa Susana, que sempre me apoiou e incentivou, principalmente nos momentos mais difíceis. Muito Obrigado.

Por fim, não será propriamente um agradecimento, mas antes um pedido de desculpas à minha filha Bárbara por todo o tempo que lhe “roubei”.

## Resumo

Com esta dissertação pretendemos investigar o impacto na performance operacional das fusões e aquisições ocorridas no setor bancário após o início da atual crise económica e financeira, em 2007. Usando uma amostra de 46 transações envolvendo bancos comerciais ocorridas a nível mundial, no período de 2007 a 2009, analisamos qual o impacto que estas transações tiveram na performance operacional dos bancos adquirentes. Através da análise da evolução dos principais indicadores de rentabilidade - rentabilidade dos capitais próprios, rentabilidade dos ativos, rácio de *cash flow* e margem financeira, concluímos que a performance operacional dos bancos adquirentes sofre uma quebra acentuada após a fusão ou aquisição. Esta deterioração da performance é evidenciada por uma redução em praticamente todos os rácios apresentados nos três anos após a operação de fusão ou aquisição, mesmo tendo em consideração a evolução do setor durante o mesmo período. Deste modo, somos levados a concluir que mesmo num cenário de crise como o que vivemos atualmente, crise que teve o seu epicentro no setor bancário, este continua a envolver-se em operações de fusões e aquisições sem a garantia que as mesmas contribuirão para a melhoria da sua performance operacional e dessa forma para a criação de valor para os seus acionistas.

**Palavras-chave:** Setor Bancário, Fusões & Aquisições, performance operacional, ROE, ROA, CFR e *Interest Margin*.

## **Abstract**

With this dissertation we intend to investigate whether mergers and acquisitions within the banking sector, occurred during the actual economic and financial crisis, affect the operating performance of the acquiring banks. Using a sample of 46 transactions, occurred worldwide, during the period from 2007 to 2009, we analyze whether the M&A had, or had not, a positive impact on the operating performance of the acquirers. In order to examine this impact we measured the changes (controlled for changes in the banking sector) in four accounting variables - return on equity (ROE), return on assets (ROA), cash flow ratio (CFR) and interest margin (IM) – during the first three years after the transaction.. The results show that the operating performance of the acquiring banks decreases significantly after the merger or acquisition and so we can conclude that even in a crisis scenario like the one we live today, a crisis that was originated in the banking sector, the banks are still get involving in merger and acquisition without the guarantee that those transactions will improve their operating performance and so will create value to their shareholders.

**Keywords:** Banking Sector, Mergers and Acquisitions, operational performance, ROE, ROA, CFR and Interest Margin.

# Índice

Dedicatória.....	i
Nota biográfica .....	ii
Agradecimentos .....	iii
Resumo .....	iv
Palavras-chave .....	iv
Abstract.....	v
Keywords .....	v
Índice .....	vi
Índice de Tabelas .....	viii
1. Introdução.....	1
2. Revisão de Literatura.....	4
2.1. As Fusões e Aquisições.....	5
2.2. História e características das Fusões e Aquisições .....	7
2.3. Porque ocorrem Fusões e Aquisições?.....	14
2.3.1. Modelos Neoclássicos.....	14
2.3.2. Modelos centrados no comportamento (Agência, <i>Hubris</i> e <i>Herding</i> ).....	15
2.3.3. Modelos de <i>Market Timing</i> .....	16
2.4. Medidas de (In) Sucesso das F&A.....	18
2.4.1. <i>Event Studies</i> .....	18
2.4.2. Performance Operacional .....	20
2.4.3. Estudos no setor bancário .....	22
3. Estudo empírico das F&A no setor bancário em tempo de crise .....	26
3.1. Introdução .....	26
3.2. Amostra.....	28
3.2.1. Definição.....	28

3.2.2.	Caraterização .....	29
3.2.3.	Dados .....	31
3.3.	Metodologia .....	33
3.4.	Resultados .....	36
3.4.1.	Amostra.....	36
3.4.2.	Rácios.....	38
4.	Conclusão .....	48
5.	Limitações e investigação futura .....	50
	Bibliografia .....	51
	ANEXOS .....	55



## Índice de Tabelas

Tabela 1 – Tipos de transações de F&A .....	6
Tabela 2 – Resumo das ondas de F&A .....	9
Tabela 3 – Observações por países, anos e elementos contabilísticos.....	30
Tabela 4 – Parâmetros da transação e da data do anúncio .....	31
Tabela 5 – Elementos contabilísticos, valores de fecho (valores em milhões de dólares).....	32
Tabela 6 – Variações da amostra .....	37
Tabela 7 – Indicadores de performance dos bancos adquirentes no ano anterior à aquisição (ano -1).....	39
Tabela 8 – Variação do ROE dos bancos adquirentes, após a aquisição .....	41
Tabela 9 – Variação do ROA dos bancos adquirentes, após a aquisição .....	42
Tabela 10 – Variação do CFR dos bancos adquirentes, após a aquisição .....	43
Tabela 11 – Variação do IM dos bancos adquirentes, após a aquisição .....	45
Tabela 12 – Rácios dos bancos adquirentes no terceiro ano após a aquisição (ano 3) ...	46
Tabela 13 – Evolução dos rácios (ajustados pelos rácios do setor) apresentados pelos bancos adquirentes no ano anterior à aquisição e 3 anos após a aquisição .....	47

# 1. Introdução

As fusões e aquisições (F&A) são um tema muito vasto, onde podemos incluir vários tipos de negócios, nomeadamente fusões, consolidação, ofertas públicas de aquisição (amigáveis, hostis) compra de ativos e *Buy Out* de vários tipos (MBI; MBO; LBO)<sup>1</sup>. Devemos ainda ter em linha de conta se estamos perante F&A horizontais, verticais ou de conglomerado.

No seio de cada uma destas áreas, podemos ainda estudar a forma de pagamento da operação (*cash*, troca ações, etc.), a performance do negócio na ótica financeira e/ou operacional, distinguindo ainda sobre a performance de curto ou longo prazo após a operação. Podemos também estudar qualquer uma destas áreas, aplicando qualquer uma das óticas referidas, tendo por base dados de fusões e aquisições de um determinado país, região, continente, a nível mundial e ainda as operações *Cross-Border*. Adicionalmente podemos optar por estudar as fusões e aquisições em vários setores económicos ou focarmo-nos apenas num determinado setor.

Finalmente, podemos ainda estudar cada uma destas áreas em vários períodos da história, sendo consensual entre autores que as fusões e aquisições ocorrem por ondas e que terão existido cinco até à data e que desde 2003 poderíamos estar perante o aparecimento de uma sexta. Dizemos “poderíamos”, porque é também comumente aceite que estas ondas ocorrem em períodos de expansão económica, aumento de crédito e evolução positiva dos mercados, pelo que a ter existido uma nova onda desde 2003 ela teve o seu fim no ano de 2007 ou então esta suposta sexta onda poderá não ter passado de uma “promessa”.

Devido a todas estas potencialidades de estudo dentro das fusões e aquisições não é de estranhar o número alargado de estudos nesta área que apontam nos mais variados sentidos, não parecendo existir um consenso sobre a criação/destruição de valor após as operações, nomeadamente nos estudos baseados na performance operacional das empresas envolvidas.

---

<sup>1</sup> MBI – *Management Buy in*; MBO – *Management buyout*; LBO – *Leverage buyout*

Um número considerável de estudos empíricos apontam no sentido de que as fusões e aquisições acrescentam valor às empresas envolvidas e/ou aos seus acionistas, outros indicam-nos que não existem diferenças relevantes no valor pós aquisição/fusão, sendo no entanto em maior número os estudos que apontam para uma destruição de valor pós fusão/aquisição.

Estão a surgir mais recentemente vários estudos e artigos, que concluem pela criação de valor nas F&A<sup>2</sup> ocorridas desde 2008, curiosamente em plena crise económica e financeira mundial. Além disso, o setor bancário é apontado como sendo o setor de atividade que se encontra no epicentro desta crise financeira, tendo sido despoletada precisamente na banca, nomeadamente nos EUA, com a denominada crise do *subprime*.

A importância do estudo que nos propomos fazer reside exatamente neste facto e gostaríamos de responder a algumas destas questões que consideramos pertinentes:

- Estaremos a assistir a uma mudança de paradigma?
- Estarão realmente as fusões e aquisições a ser melhor sucedidas apesar da recessão económica, restrição ao crédito, quedas fortíssimas nos mercados financeiros, contrariando completamente as características apresentadas como favoráveis à ocorrência de ondas de fusões e aquisições, nomeadamente no setor considerado como responsável pela atual crise financeira?
- Serão as atuais motivações para as F&A diferentes das anteriores?
- Estaremos perante uma nova onda de F&A ou por outro lado, assistimos a uma maior criação de valor nas operações efetuadas fora de uma onda generalizada de F&A?
- O que terá contribuído para isso, uma melhor *due diligence*? Uma maior necessidade de rigor para não desperdiçar recursos em tempos de crise? Uma evolução natural de aprendizagem com os erros passados?

---

<sup>2</sup> Ver por exemplo “Takeovers enhance share value, study shows” por Steve Johnson em *Financial Times* (FT.Com) em 01 de Maio de 2011, ou “Who says M&A doesn’t create value?” por Thomas J. Herd e Ryan McManus em *Outlook, The journal of high-performance business*, n. 1 de 2012.

Obviamente que não temos a pretensão de responder a todas estas questões nesta dissertação, no entanto julgamos ser possível contribuir para o conhecimento científico nesta área, tentando perceber se as fusões e aquisições no setor bancário a nível mundial, em tempo de crise, estarão ou não a ser melhor sucedidas que as ocorridas anteriormente, nomeadamente em períodos de expansão económica.

Tendo em consideração a extrema volatilidade que se tem verificado nos mercados financeiros, bem como a importância crescente das finanças comportamentais nos últimos anos, optamos por abordar o tema sobre a ótica da performance operacional, evitando assim a eterna discussão sobre a eficiência de mercado. Evitamos ainda possíveis enviesamentos que possam existir no momento *sui generis* que estamos a atravessar bem como a discussão entre Teoria Clássica e Teoria Comportamental.

Por outro lado, ao basearmos o estudo em elementos contabilísticos, tentaremos ter em consideração a natureza da informação, ou seja, o facto de existirem vários métodos de contabilização, alguma flexibilidade na adoção das próprias normas contabilísticas e possíveis manipulações.

Esta dissertação encontra-se estruturada da seguinte forma: No capítulo 2 apresentamos uma panorâmica geral sobre o estado da literatura relativa a F&A, colocando naturalmente uma maior tónica na literatura e estudos empíricos relativos ao tema em análise na presente dissertação, a performance operacional e naturalmente os estudos ao nível do setor bancário, não deixando no entanto de efetuar um enquadramento mais genérico do tema. No capítulo 3 será apresentada a componente empírica da dissertação, onde caracterizamos a amostra, a metodologia adotada e os resultados obtidos. O capítulo 4 será dedicado à apresentação das conclusões do estudo e por último, no capítulo 5 indicaremos as limitações da presente dissertação e propostas para investigação futura.

## 2. Revisão de Literatura

Iniciamos o presente capítulo com uma breve descrição dos tipos de fusões mais comuns, passando seguidamente à história sobre as fusões e aquisições nas diversas regiões do mundo, enquadrando no tempo e espaço cada uma delas e caracterizando o ambiente económico e social que favorece o aparecimento de ondas destas operações, conforme é referido por um vasto número de autores.

Ainda no âmbito mais genérico da literatura sobre o tema, passaremos a apresentar três tipos de modelos que pretendem explicar as motivações que estão na base das decisões de operações de fusão ou aquisição: Os Modelos Neoclássicos, os Modelos Comportamentais e os Modelos de *Market Timing*.

Para podermos perceber se as F&A têm sido bem-sucedidas ao longo da história, necessitamos naturalmente de medir os resultados. Para tal, existem normalmente dois tipos de medida:

- A **performance financeira**, que assenta em estudos de eventos (*event studies*), analisando a evolução da cotação das empresas em bolsa no período em redor do anúncio e da concretização da operação, e;

- A **performance operacional**, que assenta o seu estudo na evolução de rácios de performance das empresas e à qual dedicaremos naturalmente uma maior atenção, dado tratar-se do objeto central de estudo da presente dissertação.

Pela sua especificidade e relevância para a presente dissertação apresentaremos alguns dos estudos mais significativos sobre setor bancário num subcapítulo próprio da revisão da literatura.

## 2.1. As Fusões e Aquisições

No espectro de operações que podemos considerar no âmbito das fusões e aquisições encontram-se as operações de fusão propriamente ditas, as operações de consolidação, as ofertas públicas de aquisição (OPA), a compra de ativos e os *buyout*, de onde podemos destacar pela sua importância os *leverage buyout* (LBO)<sup>3</sup>.

Qualquer uma das operações elencadas, à exceção do *buyout*, pode ainda ser caracterizada como horizontal, quando ocorre entre empresas que operam no mesmo setor de atividade e são concorrentes; vertical, quando ocorre entre empresas que têm uma relação de fornecedor/cliente; ou conglomerados, quando ocorrem entre empresas que operam em setores distintos e que não têm relação entre si, nem de concorrência, nem de fornecedor/cliente.

Não pretendendo ser muito exaustivos nesta matéria de carácter introdutório, apresentamos na Tabela 1 uma breve caracterização de cada um dos tipos de transações mencionados, tendo por base Damodaran (2008).

Na presente dissertação vamo-nos concentrar nas ofertas públicas de aquisição no setor bancário, uma vez que, conforme veremos na componente empírica apresentada no capítulo 3, será condição obrigatória tratar-se de dois bancos cotados em bolsa.

---

<sup>3</sup> Operações típicas de *Private Equity*, assim denominados por utilizarem elevadas percentagens de dívida na sua concretização.

**Tabela 1 – Tipos de transações de F&A**

Uma empresa pode ser adquirida:	Por outra empresa	Fusão	A empresa alvo torna-se parte da empresa adquirente. É necessária a aprovação dos acionistas de ambas as empresas.
		Consolidação	As empresas, alvo e adquirente, tornam-se numa nova empresa. É necessária a aprovação dos acionistas de ambas as empresas.
		Oferta pública de aquisição	A empresa alvo continua a existir, enquanto houver acionistas que não vendam as suas posições. OPA's bem-sucedidas acabam por se tornar fusões. Não é necessária a aprovação dos acionistas
		Compra de ativos	A empresa-alvo continua a existir, ainda que apenas como “fachada”, mas os seus ativos são transferidos para a empresa adquirente. Em última análise a empresa-alvo acaba por ser liquidada.
	Pelos seus próprios administradores e/ou investidores externos	<i>Buyout</i>	A empresa-alvo continua a existir, como uma empresa privada <sup>4</sup> . É normalmente realizada através de uma OPA.

Fonte: Adaptado de Damodaran (2008)

<sup>4</sup> Privada no sentido anglo-saxónico do termo - empresa não pública, isto é não cotada em bolsa.

## 2.2. História e características das Fusões e Aquisições

A generalidade dos autores descreve as F&A como uma atividade que surge por ondas, destacando-se claramente períodos com elevados níveis de atividade, tanto pelo número de ocorrências como pelos montantes envolvidos, seguindo-se períodos de fraca atividade.

Há vários autores que identificaram a existência de ondas de fusões e aquisições pela observação simples dos dados, como é o caso de Scherer e Ross (1990) que descrevem esta atividade como “episódica, marcada por 4 proeminentes ondas e um *cluster*...”. Blair *et al.* (1991) defendem que nos dados utilizados de 1955 a 1987, “identificam claramente duas grandes ondas de atividade”. Brealey e Myers (1991) afirmam de forma categórica que “as fusões vêm em ondas”.

Foram no entanto Golbe e White (1993) os autores que demonstram através de análise estatística que uma série de curvas de seno tem poder explicativo para a série temporal da atividade de fusões e aquisições. Estes autores traduzem finalmente em conclusões estatísticas aquilo que outros já afirmavam apenas pela observação direta dos dados, ainda que sem esse suporte.

É comum identificarmos na literatura 6 ondas de fusões e aquisições. Temporalmente, Gaughan (1999) identifica a primeira onda entre 1887-1904, a segunda em 1916-29, a terceira em 1965-69, seguindo-se a quarta de 1981-89, e a quinta a partir de 1991 até final do século. Após um período de forte declínio em 2001, parece ter surgido novamente uma onda de F&A verdadeiramente a nível global a partir de 2003 sendo considerada por alguns autores como a onda do novo milénio. Embora ainda não se conheçam estudos suficientes para o comprovar, esta onda terá chegado ao fim com a crise financeira que entretanto irrompeu a partir de 2007 e se mantém (ou agravou) até à presente data.

Em termos geográficos, os Estados Unidos da América (EUA) marcaram presença em todas as ondas identificadas, já no Reino Unido (RU) não há registo de existir atividade significativa na primeira onda e na Europa Continental apenas se regista atividade significativa nas 3 últimas ondas (1980's; 1990's e na onda do novo milénio). Alguns autores chamam no entanto a atenção para o facto da falta de dados



sobre a atividade de fusões e aquisições na Europa Continental anterior a 1960, não significar necessariamente que não existiram operações nesta região, podendo estas ter ocorrido na Europa no mesmo período que nos EUA, embora em menor escala.

Conforme Martynova e Renneboog (2008) afirmam, o início de cada onda tipicamente coincide com alterações de ordem económica, política e de regulação e invariavelmente termina após um *crash* bolsista. Apresentamos na Tabela 2 o resumo das ondas de fusões e aquisições, que passaremos a descrever posteriormente de forma mais detalhada.

**Tabela 2 – Resumo das ondas de F&A**

	<b>Onda 1</b>	<b>Onda 2</b>	<b>Onda 3</b>	<b>Onda 4</b>	<b>Onda 5</b>	<b>Nova Onda (6?)</b>
<b>Período</b>	1890s-1903	1910s-1929	1950s-1973	1981-1989	1993-2001	2003-presente
<b>Zona Geográfica</b>	EUA	EUA	EUA, RU, Europa	EUA, RU, Europa, Ásia	EUA, RU, Europa, Ásia	EUA, RU, Europa, Ásia
<b>Resultado F&amp;A</b>	Formação de Monopólios	Formação de Oligopólios	Crescimento pela diversificação	Eliminação de ineficiências	Ajustamento aos processos de globalização	Expansão Global
<b>Relacionamento</b>	Concentração	Concentração	Diversificação	Concentração	Concentração	Concentração
<b>Setores industriais</b>	Hidráulica, Têxteis, Ferro	Motores a vapor, Aço, Caminho de ferro	Elettricidade, Química, Motores de Combustão	Petroquímica, Aviação, Eletrônica, Tecnologias de Comunicação	Comunicação, Tecnologias de informação	n.a.
<b>Fontes de financiamento dominantes / meios de pagamento</b>	Dinheiro	Capital Próprio	Capital Próprio	Dívida financiada / Dinheiro líquido	Capital Próprio	Dívida e Dinheiro Financiados / Dinheiro Líquido
<b>Atividade de F&amp;A Hostis</b>	n.a.	n.a.	Nenhuma (EUA, RU) Nenhuma (Europa) Nenhuma (Ásia)	Alta (EUA, RU) Nenhuma (Europa) Nenhuma (Ásia)	Alguma (EUA, RU) Alta (Europa) Nenhuma (Ásia)	Alguma (EUA, RU) Alguma (Europa) Alguma (Ásia)
<b>Atividade de F&amp;A Transfronteiriça</b>	n.a.	n.a.	n.a.	Alguma	Média	Alta
<b>Outras especificidades</b>				<i>LBO's, MBO's, Going-private deals e alienações</i>	Mega Negócios, Alienações	Negócios por fundos de <i>Private-Equity</i>
<b>Eventos coincidentes com o início da onda</b>	Expansão económica; processos de industrialização; introdução de nova legislação sobre sociedades; desenvolvimento das transações da Bolsa de valores de Nova Iorque; Mudanças radicais em tecnologia.	Recuperação económica após <i>crash</i> do mercado e do fim da Primeira Guerra Mundial; Reforço das leis anti monopolistas.	Recuperação económica após a Segunda Guerra Mundial; Reforço da regulação sobre concorrência em 1950.	Recuperação económica após a recessão; alterações na política de concorrência; Desregulamentação do setor financeiro; Novos mercados e instrumentos Financeiros (ex. <i>Junk Bonds</i> ); Progresso tecnológico da eletrónica.	O “Boom” económico e financeiro dos mercados; Processos de globalização, inovação tecnológica, desregulamentação e privatização.	Recuperação económica após a recessão em 2000-01.
<b>Eventos coincidentes com o fim da onda</b>	<i>Crash</i> bolsista; estagnação económica; Início da Primeira Guerra Mundial.	<i>Crash</i> bolsista; Início da denominada “Grande Depressão”	<i>Crash</i> bolsista; Crise petrolífera, Abrandamento económico.	<i>Crash</i> da bolsista.	<i>Crash</i> da bolsista. O ataque terrorista do 11 de setembro.	n.a. (Poderíamos acrescentar a crise financeira a partir de 2007)

Fonte: Traduzido e adaptado de Martynova e Renneboog (2008)

Podemos afirmar, baseados em Gaughan (1999) que **a primeira onda de F&A (1887-1904)**, também denominada por “A grande onda de fusões”, foi marcada por fusões horizontais (empresas concorrente), tendo gerado uma forte concentração empresarial. Stigler (1950) classifica esta primeira onda como “fusão para formar monopólios”, uma vez que estas movimentações levaram à criação de empresas de grande dimensão, que praticamente controlavam o mercado no seu setor de atividade.

Esta onda surgiu numa fase de expansão económica, desenvolvimento de novos processos de industrialização, introdução de nova legislação sobre sociedades, desenvolvimento da Bolsa de Valores de Nova Iorque e mudanças radicais na tecnologia da época, tendo-se precipitado o seu fim com o *crash* bolsista 1903-05 e com o início da Primeira Guerra Mundial.

**A segunda onda de F&A (1913-29)** foi caracterizada, também por Stigler (1950), pela transição de monopólios para oligopólios, porque no final deste movimento o mercado já não era dominado apenas por uma grande empresa, mas antes por um conjunto restrito de 2 ou 3 empresas. Ainda segundo Martynova e Renneboog (2008), a maioria das fusões da década de 1920 foram efetuadas entre empresas de pequena dimensão para criarem economias de escala capazes de competir com os monopólios constituídos na primeira onda.

O surgimento desta onda ficou ligado à recuperação económica que se verificou neste período, ao fim da Primeira Guerra. Stigler (1950) sugere ainda que o reforço das leis anti monopolistas associado à falta de capital suficiente para financiar mais expansão económica, explicam o facto das empresas monopolistas não tentarem aumentar o poder através de novas operações durante a segunda onda. Uma vez mais o foi o colapso da bolsa que precipitou o fim desta onda. Este *crash* bolsista que ficou conhecido como a “Terça-feira Negra”, deu início ao período denominado como “A Grande Depressão”.

Efetivamente, a recessão económica foi de tal ordem que demorou ainda bastante tempo até que estivessem reunidas as condições necessárias ao surgimento da **terceira onda de F&A (1965-69)**. Estas condições foram atingidas com a recuperação

económica que se registou após a Segunda Guerra Mundial, aliada ao reforço de regulação sobre concorrência que tinha ocorrido já em 1950<sup>5</sup>.

Ao contrário de todas as outras ondas, que assentam na concentração, esta registou como tónica a diversificação, uma vez que as operações dominantes foram as de conglomerado, ou seja, fusões e aquisições entre empresas de setores de atividade distintos. Embora de acordo com Sudarsanam (2003), o padrão destas operações foi diferente entre os EUA e o RU. Enquanto nos EUA se assistiu efetivamente à diversificação pela criação de grandes conglomerados, no RU assentaram mais na integração vertical.

Mais uma vez, o *crash* bolsista foi um dos principais responsáveis pelo fim desta onda, aliado também ao abrandamento do clima económico. O primeiro “choque petrolífero” de 1973 pôs fim definitivo a esta onda, precipitando a economia global para um período de forte recessão.

À imagem do que ocorreu nas anteriores ondas aqui já referidas, **a quarta onda de F&A (1981-89)** surge uma vez mais num ambiente de expansão económica e do mercado de capitais, após a referida recessão provocada pelo choque petrolífero. Coincide ainda com alterações às leis da concorrência, com alguma desregulamentação e forte inovação registada no setor financeiro, com criação de novos instrumentos e mercados. Assistiu-se ainda a grande inovação tecnológica.

Entre outros autores, Shleifer e Vishny (1991) afirmam no entanto que o principal motivo para o surgimento desta nova onda terá sido o facto das estruturas de conglomerado criadas na onda anterior, se terem tornado ineficientes na década de 1980, tendo as empresas sido impelidas a reorganizar a sua atividade empresarial. Afirmam ainda que esta nova onda foi consideravelmente diferente da anterior, apontando três razões para esse facto.

Em primeiro lugar a dimensão média da empresa alvo aumentou substancialmente. Os autores apontam como exemplo o facto de cerca de 143 empresas

---

<sup>5</sup> Em 1950, o *Celler-Kefauver Act* emendou a secção 7 do *Clayton Act* de 1914 para evitar fusões anti concorrência.

(28%) que constavam da *Fortune 500*<sup>6</sup> em 1980 terem sido adquiridas até 1989. Gaughan (2011) apelida a quarta onda como “*The wave of the megamerger*”. Em segundo lugar, porque ao contrário do que sucedeu na terceira onda, muitas das transações foram consideradas hostis. Em terceiro lugar, o principal pagamento das aquisições foi em dinheiro e não em ações como havia ocorrido na onda anterior.

Uma vez mais, o fim desta onda de F&A foi precipitado pelo *crash* bolsista que se registou em 1987.

**A quinta onda de F&A (1992-2000)** iniciou-se, segundo Jensen (2004), com o contributo do “Boom” económico e financeiro dos mercados e mais uma vez beneficiando de processos de globalização, inovação tecnológica e desregulamentação. Manteve-se neste período a tendência para mega fusões e aquisições. No entanto, segundo Gaughan (2011), esta onda pautou-se mais pelas operações de índole estratégica, amigáveis e menos alavancadas que as que tiveram lugar na onda anterior.

Ainda de acordo com Martynova e Renneboog (2005), uma das características marcantes desta onda foi a sua natureza internacional, sendo que a onda Europeia atingiu proporções idênticas às dos EUA, emergindo também um mercado de F&A Asiático. Outra das suas características foi o facto de existir um considerável número de transações transfronteiriças, refletindo uma crescente globalização das economias.

Uma vez mais, o declínio desta onda coincidiu com o *crash* bolsista de 2000-2001, tendo terminado definitivamente na sequência do ataque terrorista do 11 de setembro nos EUA.

A partir de 2003, observou-se novamente um aumento de operações de fusão ou aquisição, principalmente transfronteiriças, dando continuidade à tónica pela qual se pautou a onda anterior. Talvez por se tratar de uma ocorrência relativamente recente, talvez também porque a crise financeira global que teve início em 2007 não terá permitido o total desenvolvimento desta “nova onda”, a literatura académica sobre este tema é ainda muito parca, pelo que não podemos categoricamente concluir pela existência desta suposta sexta onda de F&A.

---

<sup>6</sup> *Ranking* anual das 500 maiores empresas dos EUA, divulgado pela revista *Fortune*

Como pudemos constatar, cada uma das ondas teve a sua particularidade, os seus próprios motivos, bem como as suas próprias razões para terminar, no entanto e como é referido por Martynova e Renneboog (2008), pode ser observada uma série de características comuns.

Em primeiro lugar, todas as ondas ocorrem em períodos de recuperação económica, após *crash* do mercado. Em segundo lugar, coincidem com períodos de expansão de crédito e do mercado de ações. Em terceiro lugar, também se observa que as ondas de fusões e aquisições ocorrem normalmente após um choque industrial ou tecnológico e desregulamentação. Por outro lado, não deixa de ser curioso e de certa forma notável, que todas as ondas tenham terminado com um colapso do mercado bolsista.

É no entanto aqui que reside uma das particularidades da presente dissertação, uma vez que nos propomos estudar as F&A num ambiente diferente do que tem sido estudado até ao momento, ou seja, fora de uma onda e num período de recessão económica, registando-se ainda assim um nível considerável de operações no setor bancário.

## 2.3. Porque ocorrem Fusões e Aquisições?

Apoiando-nos em Martynova e Renneboog (2005), podemos afirmar que existem três grupos de teorias que tentam explicar a ocorrência das ondas de fusões e aquisições que acabamos de expor. O primeiro grupo comporta os modelos neoclássicos, no segundo grupo encontramos os modelos que assentam no comportamento dos gestores, nomeadamente problemas de agência, *hubis* e *herding*<sup>7</sup> e por fim temos os modelos que assentam no *market timing*.

Uma questão que se poderá colocar ao analisar os três grupos a que nos referimos é se de facto as ondas de fusões e aquisições ocorrem devido à eficiência de mercado e no melhor interesse das empresas que nela participam, se por outro lado o fator humano acaba por se sobrepor, ou ainda se decorrem de algum tipo de anomalia de mercado. Poderá eventualmente ser uma conjugação dos três fatores.

### 2.3.1. Modelos Neoclássicos

A teoria neoclássica assenta no facto das empresas reagirem naturalmente à mudança ou aos denominados choques, que foi já em parte explicada no tópico anterior. Os autores referidos (e muitos outros) consideram que as ondas de fusões e aquisições são despoletadas pela reação das empresas a choques no ambiente que as rodeia, tais como o surgimento de novas tecnologias e mercados, nova legislação e desregulamentação.

A partir deste pressuposto foi desenvolvido mais tarde, por Jovanovic e Rousseau (2002), o modelo *Q-Theory of Mergers* que deriva do conhecido “*q de Tobin*”<sup>8</sup>. Este modelo vem corroborar as afirmações anteriores, declarando que as alterações económicas e tecnológicas acabam por causar uma maior dispersão nas oportunidades de crescimento das empresas (medida pelo rácio Q), acabando por se tornar num incentivo à realocação de capital às empresas mais produtivas sendo que as empresas com maior Q adquirem as de menor Q.

---

<sup>7</sup> *Hubris*: Orgulho arrogante / Excesso de confiança; *Herding*: Comportamento de rebanho / por imitação.

<sup>8</sup> O *q de Tobin* é um rácio proposto por Tobin e Brainard (1968) e Tobin (1969). É definido como a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição dos seus ativos.

Surge posteriormente o *PEST Model*, proposto por Sudarsanam (2003), que vem reforçar a teoria neoclássica existente, uma vez que acrescenta à abordagem anterior a análise **Política, Económica, Social e Tecnológica** (PEST)<sup>9</sup>, mantendo uma vez mais a tónica no facto das alterações no meio envolvente das empresas poderem dar origem ao início de uma nova onda de F&A. Cita como exemplos as alterações fiscais, de legislação sobre a concorrência e desregulamentação. Precisamente algumas das alterações que estiveram na base das diversas ondas aqui descritas.

### **2.3.2. Modelos centrados no comportamento (Agência, *Hubris* e *Herding*)**

Estes modelos surgem para tentar explicar o facto de nas referidas ondas de fusões e aquisições existir evidência empírica de que muitas das operações se revelaram destruidoras de valor. Há vários autores a incorporarem na sua análise o comportamento dos gestores.

A denominada teoria de agência é já antiga, foi equacionada por Jensen e Meckling (1976). Mais tarde Jensen (1986) explica a existência de F&A destruidoras de valor com base nesta teoria, afirmando que os gestores têm incentivo em fazer crescer as empresas que gerem para além da sua dimensão ótima<sup>10</sup>, uma vez que esse crescimento amplia o seu poder, aumentando os recursos sob a sua gestão. Este crescimento está muitas vezes associado ao aumento das remunerações dos gestores, face ao aumento do volume de negócios. Esta diferença de interesse entre os gestores e acionistas provoca os chamados custos de agência.

Já Roll (1986) explica a existência de fusões e aquisições destruidoras de valor através da teoria de *hubris*. Afirma que quando existe orgulho, arrogância ou excesso de confiança por parte dos gestores da empresa adquirente, estes acabam por efetuar propostas de compra por valores superiores ao valor de mercado, ainda que a empresa

---

<sup>9</sup> *Political, Economic, Social, and Technological analysis*. Existem já modelos baseados neste, mas com mais variáveis (Ex: PESTLE, STEEPLED)

<sup>10</sup> Logo, além do que seria desejável para os acionistas, que na dimensão ótima maximizam o seu valor.



alvo esteja já sobrevalorizada. Estes erros de avaliação conduzem a negócios em que a empresa adquirente paga demais pela empresa alvo.

Scharfstein e Stein (1990) afirmam que sob determinadas circunstâncias, os gestores simplesmente imitam as decisões de investimento de outros gestores, ignorando substancial informação privada. Há vários autores<sup>11</sup> que afirmam que esta teoria pode ser aplicada às decisões de F&A e quando associada à teoria de *hubris*, pode ser utilizada para prever ondas destas operações. Ao surgirem as primeiras F&A bem-sucedidas irá fazer com que outras empresas imitem as primeiras efetuando transações idênticas. Ora uma vez que o seu principal objetivo é imitar o líder, em vez de tomar decisões assentes numa lógica económica, muitas destas decisões sofrerão naturalmente de *herding*.

### **2.3.3. Modelos de *Market Timing***

Surgiram recentemente dois modelos que explicam a ocorrência de fusões e aquisições pelo facto dos gestores das empresas tentarem tirar partido de um momento em que o mercado acionista esteja a sobrevalorizar as empresas por si geridas, ou seja, tentam tirar partido de alguma ineficiência temporária nos mercados financeiros.

Um dos modelos denominados de *market timing* é o de Shleifer e Vishny (2003). Estes autores argumentam que a atividade de F&A tem origem no facto dos gestores aproveitarem uma ineficiência de mercado temporária. Esta ineficiência assenta no facto dos mercados tendencialmente sobrevalorizarem as ações no curto prazo, sendo que essa sobrevalorização não é idêntica para todas as ações, criando assim a oportunidade dos gestores das empresas mais sobreavaliadas adquirirem empresas menos sobreavaliadas.

Estas aquisições são efetuadas utilizando as ações da empresa adquirente como forma de pagamento, aproveitando assim a sobreavaliação das mesmas, que tendencialmente será corrigida no longo prazo. Um outro pressuposto deste modelo

---

<sup>11</sup> Ver Harford (2003) e Martynova e Renneboog (2005)

reside no facto dos gestores das empresas adquiridas maximizarem os seus próprios benefícios no curto prazo em detrimento dos benefícios dos acionistas a longo prazo.

O outro modelo de *market timing* é o de Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004), que na sua essência é muito idêntico ao anterior, sendo que a principal diferença reside nas considerações sobre as motivações dos gestores das empresas adquiridas. Os autores argumentam que os gestores das empresas adquiridas aceitam receber ações da empresa adquirente como forma de pagamento, não para maximizar o seu próprio benefício no curto prazo, mas fazem-no no interesse dos acionistas da empresa que gerem.

Isto acontece porque os gestores da empresa adquirente tendem a sobreavaliar as sinergias que serão criadas com a aquisição, principalmente quando estamos perante uma expansão de mercado e a incerteza sobre a real valia da empresa adquirida é maior. Ou seja, a sobreavaliação da empresa adquirente acaba por ser compensada, ou mais que compensada, pelo prémio de aquisição.

Não será fácil determinar as motivações para a ocorrência das fusões e aquisições em análise na presente dissertação. Por um lado, poderão estar relacionadas com o comportamento dos gestores, nomeadamente através do aumento de poder dos próprios em detrimento dos interesses dos acionistas. Por outro lado, podem também ter sido influenciadas pelo facto dos bancos envolvidos estarem a reagir à mudança na envolvente económica, tentando naturalmente adaptar-se, nomeadamente através de processos de F&A. Por outro lado ainda, também podem estar relacionadas com o facto dos potenciais alvos de aquisição se encontrarem desvalorizados no mercado, precisamente face à situação económico-financeira mundial. O mais natural será terem sido influenciadas por mais que um fator, decorrente de cada uma das teorias apresentadas.

## 2.4. Medidas de (In) Sucesso das F&A

Para medir o sucesso/insucesso de uma operação de fusão ou aquisição podemos adotar várias metodologias. Mas antes temos que definir se nos vamos focar nos ganhos/perdas dos acionistas da empresa adquirente ou da empresa adquirida, ou ainda se na combinação de ambas as perspectivas. Podemos ainda definir se pretendemos medir os efeitos da operação a curto prazo ou a médio-longo prazo. A literatura empírica dedicada a este tema é muito extensa.

De qualquer forma, os variadíssimos estudos nesta área assentam essencialmente em dois tipos de metodologias, os estudos de acontecimentos (*event studies*), que podem ser utilizados para medir os efeitos tanto de curto como de médio-longo prazo e os estudos que assentam na performance operacional das empresas.

Na presente dissertação utilizamos precisamente uma metodologia assente na performance operacional, pelo que daremos maior ênfase à descrição desta metodologia, referenciando os principais autores, estudos e suas conclusões. Não podemos no entanto deixar de fazer uma referência, embora mais breve, à metodologia que utiliza os *event studies*, pela sua relevância na literatura financeira.

### 2.4.1. *Event Studies*

Fama, Fisher, Jensen e Roll (1969)<sup>12</sup> propuseram pela primeira vez esta metodologia, que está muito longe de se cingir às fusões e aquisições, sendo ainda hoje amplamente utilizada em várias áreas de estudo, como a económica, financeira ou contabilística. Esta metodologia assenta no estudo do comportamento dos preços dos títulos em torno de acontecimentos, nomeadamente anúncios de resultados, distribuição de dividendos, aumentos de capital, etc.

No caso particular das F&A, esta metodologia parte do princípio de que o anúncio de uma aquisição ou fusão aporta nova informação ao mercado, alterando as perspectivas dos investidores sobre as empresas envolvidas, refletindo-se nas cotações

---

<sup>12</sup> Normalmente abreviado para FFJR (1969)

das suas ações, tendo por base o postulado da eficiência de mercado formulado por Fama (1970). Esta metodologia utiliza o conceito de retorno anormal<sup>13</sup>, que é calculado pela diferença entre o retorno verificado no mercado e aquele que seria esperado caso a operação não tivesse ocorrido, recorrendo para isso a um *benchmark*<sup>14</sup>.

Um dos artigos mais interessantes sobre esta matéria será o de Martynova e Renneboog (2008), onde apresentam uma compilação de mais de 60 estudos assentes na reação dos mercados aos anúncios de F&A, que analisam os retornos anormais a curto prazo durante as ondas, ou que comparam os resultados entre ondas. Neste trabalho os autores propuseram-se a complementar pesquisas anteriores, nomeadamente de Jensen e Ruback (1983) nas ondas anteriores a 1980, de Jarrel *et al.* (1988) na onda de 1981-89, de Bruner (2003) na onda de 1992-2000 e de Sudarsanam (2003) sobre estudos de várias décadas de fusões e aquisições.

De notar ainda que estes estudos de acontecimentos estão mais vocacionados para se concentrarem no curto prazo e que quando aplicados no longo prazo apresentam, segundo os mesmos autores, várias deficiências. Desde logo porque no longo prazo é mais difícil isolar o efeito de aquisição das restantes alterações na empresa, como por exemplo a política de financiamento, por outro lado o *benchmark* sofre muitas vezes de problemas de medição ou estatísticos. Por último e uma vez que esta metodologia assenta no pressuposto da eficiência de mercado conforme já referido, os efeitos do anúncio da operação serão incorporados de imediato e não no longo prazo.

Não é, no entanto, esta forma de medida de sucesso das F&A que adotamos na presente dissertação, pelo que passaremos desde já a apresentar os principais estudos assentes na performance operacional das empresas envolvidas nestas operações e posteriormente os estudos específicos do setor bancário.

---

<sup>13</sup> Na terminologia Anglo-saxónica: *Abnormal Return*

<sup>14</sup> Os *Benchmarks* são normalmente estimados com recurso ao *Market Model* (foi o modelo utilizado por FFJR (1969)), ao Modelo Trifatorial de Fama & French, ou ao CAPM entre outros.

## 2.4.2. Performance Operacional

Comparativamente com os estudos que se dedicam à análise da performance financeira, os estudos sobre performance operacional são em menor número. Existe ainda assim uma quantidade considerável de investigação nesta vertente. Pela relevância que esta matéria assume na presente dissertação, apresentamos no anexo 1 um resumo dos estudos existentes e os seus principais resultados.

Estes estudos podem ser agrupados de duas formas diferentes. Se atendermos à relevância dos próprios estudos, dos autores, da metodologia e das medidas utilizadas, conforme Amel-Zadeh (2009) podemos dizer que existem dois grandes grupos, os anteriores e os posteriores a Healy *et al.* (1992). Se por outro lado atendermos aos resultados alcançados, conforme Martynova *et al.* (2006) podemos dividi-los em três grandes categorias, os que apontam para uma significativa melhoria na performance operacional após a operação, os que determinam existir uma forte deterioração da performance e finalmente os que não detetam alterações significativas na performance operacional das empresas envolvidas em fusões ou aquisições.

Meeks (1977) é apontado por diversos autores como o pioneiro na utilização de medidas de performance operacional no estudo de F&A. Meeks (1977) analisou mais de duzentas fusões no Reino Unido entre 1964 e 1972, concluindo que as empresas resultantes das fusões apresentaram uma quebra de resultados nos anos subsequentes à operação. Este autor utiliza como medida de performance o resultado antes de imposto sobre o ativo líquido, ajustado e não ajustado por possíveis enviesamentos contabilísticos.

Ainda nos estudos anteriores a Healy *et al.* (1992), destacamos Ravenscraft e Scherer (1987). Estes autores analisaram 471 ofertas públicas de aquisição entre 1950 e 1977, tendo chegado a conclusões idênticas a Meeks (1977), de que as empresas apresentavam um declínio de resultados após aquisição. Os autores utilizam como medida de performance o resultado operacional antes da oferta pública de aquisição (antes de juros e impostos sobre juros e resultados extraordinários), sobre o ativo do final do ano, ajustado ao setor.

Conforme Amel-Zadeh (2009) praticamente todos os estudos anteriores a Healy *et al.* (1992) apresentam conclusões similares, apontando para uma deterioração da performance operacional das empresas após fusão ou aquisição, à exceção de Kaplan (1989) que analisou a performance operacional de 76 MBO, concluindo pela melhoria do resultado operacional e *cash flows* ajustados ao setor.

Apesar da relevância dos estudos anteriores, Healy *et al.* (1992) é referenciado por diversos autores, nomeadamente Ghosh (2001) e o já referido Amel-Zadeh (2009), como um estudo notável e um marco histórico quando falamos em performance operacional. A importância deste estudo reside no facto dos autores terem construído uma medida contabilística assente no retorno de *cash flow* operacional antes de impostos, dividido pelo valor de mercado dos ativos. Desta forma, segundos os autores eliminam o enviesamento causado pela escolha do método de contabilização da fusão ou aquisição e do método de pagamento.

Justificam a utilização de uma medida de *cash flow* com o facto de este representar o real benefício económico proporcionado pelo ativo e uma vez que este benefício é diretamente afetado pelo montante de ativos utilizados, ao dividi-lo pelo ativo encontram uma medida que poderá facilmente ser comparada entre empresas e ao longo do tempo. Para simplificar ainda esta comparação, os autores utilizam o valor de mercado dos ativos ajustados ao setor. As conclusões do seu estudo apontam para uma melhoria substancial na performance operacional das empresas pós fusão.

Esta medida, de forma direta ou ligeiramente modificada, passou a ser intensamente utilizada por diversos autores a partir de 1992. Conforme referido por Amel-Zadeh (2009), em 26 estudos posteriores a 1992, 10 utilizam esta medida, ou uma aproximada, em pelo menos um dos rácios apresentados. Refira-se ainda que a maioria dos 16 estudos que não utilizam a medida proposta por Healy *et al.* (1992), concluem que a performance operacional não melhora, ou até decresce, no período pós fusão.

Não existe naturalmente consenso sobre a utilização da medida proposta por Healy *et al.* (1992), havendo autores que refutam algumas das qualidades apontadas ao rácio. Amel-Zadeh (2009) afirma que a medida não é imune a enviesamentos contabilísticos, enquanto Martynova *et al.* (2006) entende que não se trata de uma

medida “pura” de *cash flow*, uma vez que não tem em consideração alterações ao fundo de maneo.

### 2.4.3. Estudos no setor bancário

Os estudos sobre o setor bancário são naturalmente mais reduzidos, dado tratar-se de um setor específico de atividade. Existe ainda assim um número considerável de estudos nesta área, distribuindo-se pelos que utilizam a metodologia de *event studies*, pelos que utilizam medidas de performance como a eficiência de custos e de proveitos<sup>15</sup> e pelos que utilizam rácios contabilísticos, muitas vezes em conjunto com as anteriores medidas de eficiência. É por vezes difícil separar os resultados obtidos pelas medidas de eficiência de custos e/ou proveitos, dos resultados obtidos pelos rácios contabilísticos, não raras vezes algo contraditórios no mesmo artigo.

Segundo Beccalli e Frantz (2009), a evidência empírica sugere que as operações de fusões ou aquisições na banca dos EUA, não tiveram influência positiva na performance operacional dos mesmos. Na generalidade, os estudos apresentam resultados mistos e muitos não conseguem sequer demonstrar uma clara relação entre as F&A e a performance. Os mesmos autores afirmam que em relação ao impacto das operações na banca Europeia, a evidência empírica é muito escassa, apresentando também resultados mistos.

Atendendo principalmente aos estudos que utilizam rácios contabilísticos como medida de performance, podemos salientar alguns artigos de relevo relacionados tanto com a banca dos EUA como com a banca Europeia.

Em relação aos EUA, podemos referir Rhoades (1990,1993) que em 1990 estudou operações de concentração de bancos entre 1981 e 1986 e em 1993 estudou 13 aquisições envolvendo bancos com ativos superiores a mil milhões de dólares, tendo concluído em ambos os estudos que as fusões não influenciaram a performance operacional dos bancos envolvidos.

---

<sup>15</sup> *Cost X-efficiency e Profit X-efficiency*

Berger e Humphrey (1992) estudaram fusões em que os intervenientes possuíam pelo menos mil milhões de dólares de ativos ocorridas nos anos 80. Além de terem analisado as operações na ótica da eficiência de custos e de proveitos, analisaram também os rácios de rentabilidade dos ativos (*return on assets* – ROA) e custos totais/ativo, tendo concluído que em média os bancos envolvidos nas fusões não obtinham melhores performances que os não envolvidos.

Pilloff (1996) analisou o comportamento médio e transversal de alterações no desempenho e no retorno anormal consolidado de uma amostra de 48 fusões de bancos entre 1982 e 1991. Concluiu que no geral a performance operacional não está relacionada com as fusões, sugerindo que os gestores não foram em média capazes de gerar benefícios com estas operações. Existiu no entanto uma grande variação de resultados entre bancos, sendo que algumas fusões foram muito melhor sucedidas que outras.

Em relação aos estudos sobre o setor bancário na Europa, podemos referir Vennet (1996) que estudou uma amostra de 492 operações entre o período de 1988 a 1993 utilizando, entre outras medidas, os rácios de rentabilidade dos capitais próprios (*return on equity* – ROE) e de rentabilidade do ativo (*return on assets* – ROA). Ao contrário do que observamos nos EUA, Vennet (1996) demonstrou que as fusões domésticas entre bancos da mesma dimensão aumentam a performance operacional da empresa após fusão.

Altunbas e Ibáñez (2004) analisaram uma amostra de 262 operações ocorridas na União Europeia entre 1992 e 2001, concluindo também que, em média, as fusões entre os bancos resultaram num incremento do lucro contabilístico, nomeadamente no ROE. Encontraram também diferenças significativas entre as operações domésticas e as transfronteiriças. Concluem que para os negócios domésticos poderia ser bastante dispendioso integrar instituições com diferenças consideráveis, no que diz respeito por exemplo a empréstimos, custos, depósitos e estratégias de dimensão. Já nas operações transfronteiriças, as diferenças entre os bancos fundidos em termos de estratégia de empréstimos e risco de crédito, são conducentes a uma maior performance, ao contrário da divergência entre capital, estrutura de custos e estratégia de investimento em tecnologia e inovação, que são contraproducentes.



Mais recentemente destacamos dois importantes estudos sobre a performance operacional no setor bancário, nos quais nos apoiamos parcialmente para efetuar a parte empírica da presente dissertação. Um teve por base o setor bancário dos EUA e o Europeu.

Delong e Deyoung (2007) estudaram 216 fusões e aquisições de grandes bancos comerciais cotados dos EUA, numa perspetiva diferente da habitual. Em primeiro lugar porque combinam uma metodologia de *event studies* com a performance financeira após fusão. Em segundo lugar, porque propõem uma “nova explicação” para o facto dos estudos académicos não encontrarem normalmente criação de valor nas F&A no setor bancário. Afirmam que as fusões e aquisições de grandes bancos eram um fenómeno recente, sem histórico de “melhores práticas” que pudessem orientar os gestores e os investidores, concluindo que ambos aprenderam observando a informação que foi surgindo após as primeiras grandes fusões, o que terá levado à criação de valor nas fusões mais recentes.

Na componente de performance operacional, os autores medem a variação de longo prazo na performance financeira, utilizando para isso dados do ano anterior ao da fusão e de três anos após, ajustada pelo setor. Utilizam sete medidas de performance – ROE, ROA, margem financeira, eficiência de custos, empréstimos sobre ativo, depósitos sobre ativo e o retorno não financeiro sobre os resultados operacionais.

Na componente empírica da presente dissertação optamos precisamente por medir a variação de longo prazo na performance operacional, utilizando também um ano antes e três anos após fusão. Elegemos para o efeito os três primeiros rácios utilizados pelos autores, acrescendo ainda o rácio *cash flow return* (CFR) utilizado por Beccalli e Frantz (2009).

É destes últimos autores um dos estudos mais recentes efetuados sobre a performance operacional nas fusões e aquisições do setor bancário envolvendo bancos Europeus. Utilizaram uma amostra de 714 negócios em que os adquirentes foram bancos Europeus e os adquiridos localizados em todo o mundo, entre 1991 e 2005. Para medir a performance operacional os autores utilizaram, além de medidas de eficiência de custos e de proveitos, os rácios contabilísticos ROE e o já referido CFR ajustados

pelo setor. Concluíram que apesar do processo extenso de consolidação no setor bancário, as operações acabam por estar associadas a uma ligeira deterioração no ROE e no CFR nos cinco a seis anos após o negócio. Concluem também pela deterioração da eficiência de proveitos, mas detetam uma melhoria na eficiência de custos, que segundo os autores é aparentemente transferida para os clientes.

Como podemos constatar pela revisão da literatura apresentada, diríamos que apesar de existirem resultados diversos e até contraditórios tanto no que se refere aos EUA como à Europa, a maioria dos estudos anteriores apontam para um decréscimo na performance operacional da banca após fusão ou aquisição nos EUA e uma ligeira melhoria na Europa. Curiosamente, estudos mais recentes apontam precisamente na direção oposta em ambos os continentes.

O estudo que nos propomos efetuar é relevante por duas ordens de razão. Em primeiro lugar porque, que tenhamos conhecimento, não existem estudos publicados sobre a performance operacional na banca para os anos em questão, coincidindo precisamente com uma crise financeira profunda. Em segundo lugar, será interessante perceber se esta recente tendência de alteração no sentido dos resultados se mantém ou se por outro lado se confirma a deterioração da performance operacional no setor após fusão ou aquisição, uma vez que apesar de a nossa amostra ter sido recolhida a nível mundial, acabou por incluir maioritariamente operações ocorridas nos EUA.

### 3. Estudo empírico das F&A no setor bancário em tempo de crise

#### 3.1. Introdução

A nossa investigação empírica consiste em testar se a performance operacional dos bancos na posição de adquirentes se manteve indiferente, melhorou ou piorou, após os processos de fusão ou aquisição ocorridos entre 2007 e 2009 a nível mundial.

Com este intuito, iremos utilizar a análise de rácios contabilísticos que medem a performance operacional das empresas e do setor. Conforme já anteriormente referido, a escolha dos rácios a utilizar teve por base os estudos recentes sobre o setor bancário. Baseamo-nos principalmente em Delong e DeYoung (2007) e em Beccalli e Frantz (2009).

Com base nos primeiros autores, utilizamos a rendibilidade dos ativos (*return on assets* – ROA) e a margem de intermediação (*interest margin* – IM), embora esses autores também utilizem a rendibilidade dos capitais próprios (*return on equity* – ROE), usam como denominador do rácio o preço da ação, enquanto os segundos autores utilizam o valor contabilístico do capital próprio, método que preferimos adotar para que o rácio não esteja dependente da performance do banco no mercado de capitais. Tal como Beccalli e Frantz (2009), utilizamos também a nova medida de performance operacional que os autores propõem, o rácio de *cash flow* (*cash flow return* – CFR), colocando uma vez mais como denominador, ao contrário dos autores<sup>16</sup>, o capital próprio contabilístico pelas mesmas razões referidas.

Embora na generalidade dos setores de atividade o ROE não seja propriamente um indicador de performance operacional, principalmente porque a estrutura de capitais pode influenciar decisivamente este rácio, no setor bancário acaba por ser uma medida pela qual podemos facilmente comparar os bancos, uma vez que a generalidade destes

---

<sup>16</sup> Os autores utilizam como denominador o valor de mercado do capital próprio, no entanto chamam a atenção para o facto desta medida ser afetada pela alteração das expectativas sobre *cash flows* futuros, motivo pelo qual preferimos utilizar o capital próprio contabilístico, à imagem do cálculo do ROE.

acaba por ter uma estrutura de capitais muito idêntica, até por força da regulação do setor. Além disso, como referido na revisão da literatura, existem vários estudos que utilizam este indicador para medir a performance operacional neste setor.

Os estudos referidos são no entanto bastante mais abrangentes do que aquele que nos propomos fazer, uma vez que incorporam na análise não só a performance operacional como a performance do mercado de capitais e as medidas de eficiência de custos e de proveitos.

Em relação à performance no mercado de capitais e às medidas de eficiência de custos e proveitos, entendemos que naturalmente não se enquadra no nosso propósito de estudo, uma vez que nos propomos a medir a performance operacional com base em rácios contabilísticos.

Iniciamos a apresentação do estudo empírico efetuado com a definição da amostra, passando à metodologia e modelo utilizado, apresentando por fim as principais conclusões obtidas.

## 3.2. Amostra

### 3.2.1. Definição

A nossa amostra foi selecionada com recurso à base de dados da *S&P Capital IQ*<sup>17</sup>, tendo sido selecionadas todas as fusões ou aquisições ocorridas entre 1 de janeiro de 2007 e 31 de dezembro de 2009, que envolvessem bancos comerciais (adquirente e adquirido) e em que o adquirente fosse uma empresa cotada em bolsa. Foram apenas consideradas as aquisições da parte maioritária de capital. Não foram incluídas as transações realizadas após 2009 por forma a garantir que teríamos, para todas as observações, dados referentes a pelo menos dois anos após a transação.

Uma vez que o objetivo desta dissertação é o impacto da transação no banco adquirente, foram excluídas da amostra as transações em que o banco adquirido representasse menos de 10% do banco adquirente em termos de ativo total, para que a fusão pudesse ter algum peso relativo na performance operacional do banco adquirente após a fusão.

Da aplicação dos critérios referidos, resultou uma amostra com 51 observações, das quais quatro foram excluídas pelo facto de não existirem dados suficientes nas demonstrações financeiras dos adquirentes que nos permitissem efetuar os cálculos a que nos propusemos e uma outra observação foi excluída porque o banco adquirente intervinha em duas operações distintas no mesmo ano e não faria sentido termos os dados do mesmo comprador em duplicado.

Uma vez que a amostra final continha bancos de diferentes países foi necessário converter todos os dados expressos na moeda local para dólares americanos (USD) utilizando para o efeito a cotação histórica do dólar americano à data das demonstrações financeiras. A escolha do dólar americano como moeda de referência deveu-se a dois fatores: em primeiro lugar porque o dólar americano é considerado como uma moeda global e por outro lado porque uma percentagem significativa das transações ocorreu precisamente nos Estados Unidos da América.

---

<sup>17</sup> <https://www.capitaliq.com/home.aspx>

### 3.2.2. Caraterização

Tal como pode ser observado na Tabela 3, a amostra final consiste em 46 fusões ou aquisições de bancos comerciais realizadas entre 2007 e 2009, sendo que a esmagadora maioria ocorreram nos EUA, confirmando as nossas expectativas iniciais. Obtivemos então uma amostra em que 35 F&A ocorreram nos EUA (76,09%), 2 na Austrália, Brasil e Itália (4,35% cada) e 1 na França, Indonésia, Reino Unido (RU), Emiratos Árabes Unidos (EAU) e Canadá (2,17% cada). Curiosamente apenas uma destas transações foi transfronteiriça, tendo sido protagonizada pelo Banco Canadano *The Toronto-Dominion Bank*, que adquiriu o *Commerce Bancorp LLC* dos EUA.

Das referidas transações, 27 (58,70%) ocorreram em 2007, 14 (30,43%) em 2008 e apenas 5 (10,87%) em 2009. Pela simples observação deste facto podemos inferir desde logo que a quantidade de operações parece estar a diminuir à medida que a crise económico-financeira se agrava, talvez revelando a tendência para ocorrência de ondas de fusões e aquisições em períodos de expansão económica, conforme referido na revisão da literatura.

A nossa amostra contempla ainda 39 observações (84,78%) com dados disponíveis para três anos após a fusão ou aquisição e 7 observações (15,22%) com dados para apenas dois anos após, uma vez que principalmente nas operações de 2009 ainda não existiam três exercícios contabilísticos fechados após a operação.

**Tabela 3 – Observações por países, anos e elementos contabilísticos**

<b>País da Transação</b>	<b>N.º de Transações</b>	<b>Percentagem</b>
Austrália	2	4,35%
Brasil	2	4,35%
Canadá	1	2,17%
EAU	1	2,17%
EUA	35	76,09%
França	1	2,17%
Indonésia	1	2,17%
Itália	2	4,35%
RU	1	2,17%

  

<b>Ano da Transação</b>	<b>N.º de Transações</b>	<b>Percentagem</b>
2007	27	58,70%
2008	14	30,43%
2009	5	10,87%

  

<b>Dados contabilísticos</b>	<b>N.º de Transações</b>	<b>Percentagem</b>
2 Anos após transação	7	15,22%
3 Anos após transação	39	84,78%

Finalmente, como evidenciado na Tabela 4, o valor total de transação foi em média (mediana) de 2.858 milhões de dólares (178 milhões). À data de anúncio da fusão ou aquisição os bancos adquirentes apresentavam como receita total uma média (mediana) de 3.519 milhões de dólares (127 milhões), um ativo total médio (mediano) de 95.969 milhões de dólares (2.715 milhões). O ativo total dos bancos adquirido era em média (mediana) nessa mesma data cerca de 47,47% (33,10%) do ativo total dos bancos adquirentes. Já o montante total da transação representou em média (mediana) 6,19% (5,09%) dos ativos totais dos bancos adquirentes na data de transação. Pela análise destes valores podemos desde já chamar a atenção para o enviesamento da amostra em que poucas transações de elevado valor controlam o valor médio das variáveis, por esse motivo durante a realização deste estudo será privilegiada a análise da evolução mediana das variáveis face à variação média.

**Tabela 4 – Parâmetros da transação e da data do anúncio**

<b>Parâmetros</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>
Valor total de transação	2.858	178
Receita total Adquirentes	3.519	127
Ativo total Adquirentes	95.969	2.715
Ativo total Adquiridos / Ativo total Adquirentes	47,47%	33,10%
Total da transação / Ativo total Adquirentes	6,19%	5,09%

Valores em milhões de dólares

### **3.2.3. Dados**

Para podermos calcular os rácios anteriormente definidos como objeto de estudo, a informação contabilística dos bancos adquirentes foi obtida junto da base de dados *S&P Capital IQ*. Foi obtida informação relativa ao fecho contabilístico do ano anterior ao da transação, do próprio ano da transação e aos dois ou três anos seguintes, conforme já referido. Apresentamos na tabela seguinte as médias e medianas do capital próprio, resultado líquido, ativo total, *cash flow* operacional (diferença entre proveitos líquidos – proveitos de juros, comissões e operações – e os custos incorridos na obtenção desses proveitos - juros, comissões e despesas de negociação) e a margem financeira (juro líquido sobre ativo total) dos bancos adquirentes que serviram de base ao cálculo dos rácios.



**Tabela 5 – Elementos contabilísticos, valores de fecho (valores em milhões de dólares)**

		<b>Ano -1</b>	<b>Ano 0</b>	<b>Ano 1</b>	<b>Ano 2</b>	<b>Ano 3</b>
<b>Capital próprio</b>	<b>Média</b>	5.697	7.881	10.450	12.166	14.183
	<b>Mediana</b>	308	422	494	574	574
<b>Resultados líquidos</b>	<b>Média</b>	916	678	989	895	1.239
	<b>Mediana</b>	30	27	27	19	32
<b>Ativo total</b>	<b>Média</b>	88.458	121.414	154.553	160.886	183.762
	<b>Mediana</b>	2.720	3.10	4.138	4.482	4.909
<b>Cash flow operacional</b>	<b>Média</b>	-1.348	-1.56	2.088	3.426	-1.699
	<b>Mediana</b>	11	12	32	31	39
<b>Margem financeira</b>	<b>Média</b>	2.186	2.368	3.848	4.159	4.440
	<b>Mediana</b>	93	95	130	151	164

### 3.3. Metodologia

Uma vez que o objetivo da presente dissertação é testar a performance operacional dos bancos adquirentes após os processos de fusão ou aquisição, torna-se necessário analisar a situação em que se encontravam os bancos antes das respectivas operações e verificar qual a evolução de longo prazo após as mesmas.

Para isso, iremos utilizar dados relativos ao ano anterior à transação (ano -1), comparando-os com os três anos após a concretização da mesma (ano 1, 2 e 3). Utilizamos o ano anterior à operação e não o ano da própria transação (ano 0), uma vez que os elementos contabilísticos deste ano incorporam a atividade desenvolvida tanto antes como após a transação.

Por conseguinte, a evolução percentual do capital próprio, do resultado líquido, do total do ativo, do *cash flow* operacional e da margem financeira, relativas a cada empresa nos três anos subsequentes à operação de fusão ou aquisição, será medida através da seguinte fórmula:

$$\frac{x_i^{t+j} - x_i^{t-1}}{x_i^{t-1}},$$

onde  $x$  corresponde à variável,  $i$  à empresa,  $t$  ao ano da transação (ano 0) e  $j$  ao ano para o qual se esteja a calcular a evolução da variável (ano 1, 2 ou 3). Portanto, no 2º e 3º ano estaremos sempre perante a variação acumulada desde o ano -1<sup>18</sup>.

Já no cálculo da variação dos rácios em estudo, a evolução percentual dos mesmos é calculada com base na seguinte fórmula:

$$y_i^{t+j} - y_i^{t-1}$$

onde  $y$  representa o rácio e  $i$ ,  $t$  e  $j$  representam o mesmo que na fórmula anterior.

---

<sup>18</sup> De notar que nas variações percentuais das rubricas não efetuamos os cálculos quando a base é negativa, uma vez que não conhecemos nenhum método que o permita fazer. De qualquer forma, em 832 cálculos possíveis de variação percentual, não foram calculados 48, correspondendo a apenas 5,77% do total.

Como indicadores de performance operacional, e na linha de estudos anteriores já referidos na introdução ao presente capítulo, utilizaremos os seguintes rácios:

- *Return on equity* (ROE), ou rendibilidade dos capitais próprios, obtido através da divisão do resultado líquido pelo capital próprio contabilístico, como medida do desempenho económico;

- *Return on assets* (ROA), ou rendibilidade do ativo, obtido através da divisão do resultado líquido<sup>19</sup> pelo ativo total, como medida de produtividade;

- *Cash flow return* (CFR), ou retorno de fluxo de caixa, obtido através da divisão do fluxo de caixa operacional pelo capital próprio contabilístico, como medida de geração de valor, sendo que o CFR ao contrário do ROE, não é afetado pelas amortizações e pelo *goodwill*<sup>20</sup>;

- *Interest margin* (IM), ou margem financeira, obtido através da divisão do resultado líquido de juros pelo ativo total, como medida de rendibilidade.

Iniciamos o estudo empírico com o cálculo das variações percentuais de cada variável, passando posteriormente ao cálculo dos rácios e suas variações, através das fórmulas apresentadas. Por último, uma vez que estas variações podem ser em parte explicadas pela própria variação do setor de atividade, calculamos também a variação da nossa amostra ajustada pela variação verificada no setor durante o mesmo período, subtraindo a variação do setor à variação da amostra. Calculamos ainda o crescimento absoluto e percentual das rubricas de capital próprio e ativo total, bem como o crescimento ajustado ao setor, como medidas de dimensão das empresas da amostra.

Os dados do setor foram obtidos uma vez mais com recurso à base de dados *Capital IQ*, onde começamos por selecionar 1.443 bancos comerciais. Posteriormente foram excluídos todos os bancos que não apresentassem dados para todas as variáveis e para todos os anos considerados na análise, selecionando assim 860 bancos. A mediana da variação dos rácios verificada nestes bancos foi utilizada como a variação representativa do setor. Julgamos que com este número de observações, cerca de 19

---

<sup>19</sup> Apesar da rendibilidade do ativo dever ter em conta só o resultado operacional, a utilização do resultado líquido é prática comum em estudos semelhantes, nomeadamente Beccalli e Frantz (2009).

<sup>20</sup> Conforme Beccalli e Frantz (2009).

vezes superior à nossa amostra, teremos um número suficientemente representativo do setor bancário para utilizar como *benchmark*.

Por fim, utilizou-se o teste de Wilcoxon (*Wilcoxon signed-rank test*) para testar se as variações verificadas (mais especificamente a mediana) dos rácios da amostra e dos rácios ajustado à variação do setor são estatisticamente diferentes de zero. Este teste, não paramétrico, não exige como pressuposto que a variável siga uma distribuição normal o que nos pareceu, dado os resultados preliminares, a opção mais sensata<sup>21</sup>.

---

<sup>21</sup> Por forma a testar a robustez dos resultados, foi também utilizado o teste *t-student* e os resultados obtidos não diferem substancialmente dos obtidos para o teste de Wilcoxon.

### 3.4. Resultados

#### 3.4.1. Amostra

Tal como podemos constatar na Tabela 6, o capital próprio dos bancos adquirentes aumentou consideravelmente após a fusão ou aquisição. Quando comparado com o ano anterior à transação, o capital próprio do banco adquirente apresentou um crescimento médio (mediano) de 70,29% (57,06%) no 1º ano após a fusão ou aquisição, de 87,66% (79,58%) no 2º ano e de 98,05% (89,95) no 3º ano.

Pelo contrário o resultado líquido do banco adquirente decresceu após a fusão ou aquisição. As variações médias (medianas) foram de -245% (-8,95%), -100% (-28,76%) e -95% (0,69%), durante os primeiros 3 anos após a fusão ou aquisição.

Por sua vez o ativo total apresentou um crescimento consistente desde o primeiro até ao terceiro ano após a fusão ou aquisição. O crescimento médio (mediano), quando comparado com o ano anterior à fusão ou aquisição, foi de 72,35% (54,88%), 82,74% (58,44) e 83,30% (65,99%), respetivamente para o ano 1º, 2º e 3º ano após a operação.

O *cash flow* operacional também aumentou nos anos posteriores à transação. No entanto, após um crescimento médio (mediano) igual a 130% (26%) no 1º ano após a operação, o valor do *cash flow* operacional decresceu no 2º ano, representando mesmo um valor inferior em 25% quando comparado com o ano anterior ao da operação, atingindo no entanto o seu valor mais elevado no terceiro ano após a operação, ano em que o valor do *cash flow* operacional foi superior em 70% ao verificado no ano antes da aquisição.

Finalmente, a rubrica margem financeira apresentou um crescimento ao longo dos anos posteriores à transação. Este crescimento foi no entanto mais significativo no 1º ano após a fusão, ano em que o valor da margem financeira dos bancos adquirentes foi em média (mediana) 63,30% (41,43%) superior ao verificado no ano anterior à transação. No 2º e 3º anos após a operação, a margem financeira do banco adquirente teve um crescimento mais moderado, representando esta um crescimento de 77,69%

(54,37%) e de 76,11% (59,72%), respetivamente, quando comparada com a margem financeira no ano antes da operação.

**Tabela 6 – Variações da amostra**

		<b>Ano 1</b>	<b>Ano 2</b>	<b>Ano 3</b>
<b>Capital próprio</b>	<b>Média</b>	70,29%	87,66%	98,05%
	<b>Mediana</b>	57,06%	79,58%	89,95%
<b>Resultados líquidos</b>	<b>Média</b>	-244,96%	-100,68%	-94,93%
	<b>Mediana</b>	-8,95%	-28,76%	0,69%
<b>Ativo total</b>	<b>Média</b>	72,35%	82,74%	83,30%
	<b>Mediana</b>	54,88%	58,44%	65,99%
<b>Cash flow operacional</b>	<b>Média</b>	130,50%	-25,33%	69,87%
	<b>Mediana</b>	26,04%	5,63%	72,70%
<b>Margem financeira</b>	<b>Média</b>	63,30%	77,69%	76,11%
	<b>Mediana</b>	41,43%	54,37%	59,72%

Pela análise dos valores de crescimento das cinco rubricas, podemos constatar que no ano 1 e 2 as rubricas com maior crescimento são as de balanço, que traduzem a dimensão, ou seja, o capital próprio e o ativo total. Isto deve-se ao facto de após a fusão ou aquisição o banco tornar-se naturalmente maior. No entanto, regista-se também um crescimento considerável no *cash flow* operacional e na margem financeira, sendo que o resultado líquido é a única rubrica que praticamente não apresentou crescimento ao fim dos três anos. Estes resultados parecem evidenciar que os bancos adquirentes ganham, como seria esperado, dimensão, mas não apresentam necessariamente melhores resultados.

### 3.4.2. Rácios

Após analisarmos o crescimento das principais rubricas das demonstrações financeiras, iremos agora tentar responder à principal questão desta dissertação, analisando a evolução da performance operacional dos bancos adquirentes após a aquisição ou fusão.

Como podemos observar na Tabela 7, em média (mediana) os bancos adquirentes apresentavam, no ano anterior à operação, um ROE de 11,97% (11,62%), um ROA de 1,08% (1,09%), um CFR de -6,25% (10,95%) e um IM de 3,25% (3,13%). Estes valores, com exceção da média do rácio de *cash flow* eram superiores ao verificado no setor bancário. A diferença na rentabilidade do ativo (ROA) entre os bancos adquirentes e o setor era estatisticamente significativa.

Em termos gerais, os resultados sugerem que os bancos que adquiriram outros bancos tinham uma performance melhor do que a do setor antes dessa aquisição, a questão que se pretende estudar é se esta melhor performance se mantém ou é alterada nos 3 anos posteriores à aquisição.

**Tabela 7 – Indicadores de performance dos bancos adquirentes no ano anterior à aquisição (ano -1)**

<b>Rácios</b>		<b>Amostra</b>	<b>Amostra ajustada ao setor</b>
<b>ROE</b>	<b>Média</b>	11,97%	0,60%
	<b>Mediana</b>	11,62%	0,39%
	<b>Wilcoxon (Z)</b>		0,51
<b>ROA</b>	<b>Média</b>	1,08%	0,12%
	<b>Mediana</b>	1,09%	0,12%
	<b>Wilcoxon (Z)</b>		1,90*
<b>CFR</b>	<b>Média</b>	-6,25%	-14,94%
	<b>Mediana</b>	10,95%	2,15%
	<b>Wilcoxon (Z)</b>		0,63
<b>IM</b>	<b>Média</b>	3,25%	0,16%
	<b>Mediana</b>	3,13%	0,02%
	<b>Wilcoxon (Z)</b>		0,35

\*, \*\*, \*\*\* estatisticamente diferente de zero para um nível de significância igual a 10%, 5% e 1%, respetivamente

Apresentamos em seguida os resultados das variações anuais dos quatro rácios em estudo, que nos darão uma melhor perceção da criação/destruição de valor após fusão ou aquisição.



*Rendibilidade dos capitais próprios (ROE – return on equity)*

Tal como pode ser observado na Tabela 8, a variação da rendibilidade dos capitais próprios (ROE) nos bancos adquirentes foi em média (mediana) de -3,50pp<sup>22</sup> (-2,82), -16,44pp (-6,02), -12,75pp (7,25) e -12,47pp (-5,99), respetivamente no ano 0, 1, 2 e 3, quando comparado com essa mesma rendibilidade no ano anterior ao da aquisição. Todas estas variações são estatisticamente significantes para um nível de significância de 1%. Quando ajustadas ao setor, as variações do ROE foram em média (mediana) de -1,82pp (-1,61), -12,34pp (-1,73), -7,98pp (-2,31) e -8,13pp (-2,36). Mais uma vez estas variações são estatisticamente significantes (para um nível de significância de 1% no ano 1 e para um nível de significância de 5% nos restantes anos).

Estes resultados mostram que a variação negativa do ROE das empresas adquirentes, ainda que parcialmente explicada por uma diminuição generalizada deste rácio no setor, foi muito mais significativa nos bancos que adquiriram outros bancos durante este período. Sendo este um indicador que mede o desempenho económico, os valores apresentados sugerem um mau desempenho económico dos bancos adquirentes, sendo que este mau desempenho económico tem especial destaque no terceiro ano após a aquisição.

---

<sup>22</sup> Pontos percentuais

**Tabela 8 – Variação do ROE dos bancos adquirentes, após a aquisição**

		Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3
<b>Δ ROE Amostra</b>	<b>Média</b>	-3,50pp	-16,44pp	-12,75pp	-12,47pp
	<b>Mediana</b>	-2,82pp	-6,02pp	-7,25pp	-5,99pp
	<b>Wilcoxon (Z)</b>	-4,365***	-5,184***	-5,187***	-5,303***
<b>Δ ROE Ajustada</b>	<b>Média</b>	-1,82pp	-12,34pp	-7,98pp	-8,13pp
	<b>Mediana</b>	-1,61pp	-1,73pp	-2,31pp	-2,36pp
	<b>Wilcoxon (Z)</b>	-2,912**	-2,923***	-2,726**	-2,847**

\*, \*\*, \*\*\* estatisticamente diferente de zero para um nível de significância igual a 10%, 5% e 1%, respectivamente

Os resultados obtidos no presente estudo são consistentes com vários estudos anteriores, como por exemplo o de Beccalli e Frantz (2009), mas por outro lado contrariam os estudos de Altunbas e Ibáñez (2004) e Delong e Deyoung (2007) que apontam em sentido inverso.

Os resultados apresentados para o ROE parecem contrariar alguma tendência atual de considerar que as operações de fusão ou aquisição mais recentes estarão a criar valor, conforme já referido na revisão da literatura.

#### *Rendibilidade do ativo (ROA – return on assets)*

Como pode ser observado na Tabela 9, a variação da rendibilidade do ativo (ROA), é muito idêntica à obtida para o ROE. A rendibilidade do ativo dos bancos aquirentes decresceu, quando comparada com a verificada no ano anterior à aquisição, em média (mediana) de 0,36pp (0,24) 1,25pp (0,49), 1,06pp (0,58) e 0,96pp (0,52) nos anos 0, 1, 2 e 3 após a aquisição, respectivamente. Quando ajustadas pelas variações do

setor, as variações do ROA foram em média (mediana) de -0,34pp (-0,19), -1,02pp (-0,28), -0,82pp (-0,26) e -0,80pp (-0,26). Todas as variações são estatisticamente significantes para um nível de significância de 1%, à exceção da variação do ROA ajustada ao setor no ano 2, que tem um nível de significância de 5%.

**Tabela 9 – Variação do ROA dos bancos adquirentes, após a aquisição**

		Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3
<b>Δ ROA Amostra</b>	<b>Média</b>	-0,36pp	-1,25pp	-1,06pp	-0,96%
	<b>Mediana</b>	-0,24%	-0,49%	-0,58%	-0,52%
	<b>Wilcoxon (Z)</b>	-4,479 ***	-5,370 ***	-5,063 ***	-5,080 ***
<b>Δ ROA Ajustada</b>	<b>Média</b>	-0,34%	-1,02%	-0,82%	-0,80%
	<b>Mediana</b>	-0,19%	-0,28%	-0,26%	-0,26%
	<b>Wilcoxon (Z)</b>	-4,119 ***	-1,918 ***	-3,811 **	-3,685 ***

\*, \*\*, \*\*\* estatisticamente diferente de zero para um nível de significância igual a 10%, 5% e 1%, respetivamente

Mais uma vez todas as variações são negativas e estatisticamente significantes para todos os anos em apreço. Tratando-se de um indicador que mede a produtividade, os valores apresentados indicam-nos que aparentemente os bancos adquirentes em operações de fusão ou aquisição, tiveram em todos os anos em análise uma produtividade inferior ao que possuíam antes da operação e mais uma vez a variação verificada no setor durante este período só justifica muito parcialmente esta pior performance dos bancos adquirentes.

Os nossos resultados para o ROA são coincidentes por exemplo com os estudos de Berger e Humphrey (1992) e Beccalli e Frantz (2009) que concluem pelo decréscimo do ROA após uma fusão ou aquisição, sendo no entanto opostos aos resultados dos

estudos de Vennet (1996) e Delong e Deyoung (2007) que apontam em sentido contrário.

*Rácio de cash flow (CFR – cash flow ratio)*

A Tabela 10 apresenta a variação do rácio de *cash flow* (CFR) verificada nos bancos adquirentes, nos três anos posteriores à aquisição. A variação deste rácio foi em média (mediana) de 1,24pp (-2,66), 15,11pp (1,72), 11,34pp (-2,77) e 13,98pp (2,50) para os anos 0, 1, 2 e 3 após a aquisição, respetivamente. Por sua vez, as variações ajustadas pelas variações do setor foram em média (mediana) de 2,15pp (-1,57), 15,39 (1,74), 11,01pp (-4,48) e 10,52pp (-1,02). No entanto, com exceção da variação da amostra no ano 2 (significante para um nível de significância igual a 1%) todas as variações não são estatisticamente diferentes de zero, pelo que se pode afirmar que a operação não provoca alterações na variação deste rácio.

**Tabela 10 – Variação do CFR dos bancos adquirentes, após a aquisição**

		Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3
<b>Δ CFR Amostra</b>	<b>Média</b>	1,24pp	15,1pp	11,34pp	13,98pp
	<b>Mediana</b>	-2,66pp	1,72pp	-2,77pp	2,50pp
	<b>Wilcoxon (Z)</b>	-1,448	-1,262	-1,055	-5,261 ***
<b>Δ CFR Ajustada</b>	<b>Média</b>	2,15pp	15,39pp	11,01pp	10,52pp
	<b>Mediana</b>	-1,57pp	1,74pp	-4,48pp	-1,02pp
	<b>Wilcoxon (Z)</b>	-1,011	-1,196	-1,191	-0,070

\*, \*\*, \*\*\* estatisticamente diferente de zero para um nível de significância igual a 10%, 5% e 1%, respetivamente

Conforme referido anteriormente, o CRF foi uma medida proposta por Beccalli e Frantz (2009). Estes autores verificam a existência de uma ligeira deterioração do rácio dos bancos envolvidos em aquisições nos anos seguintes à operação. Apesar de no nosso caso não ter sido possível associar as alterações deste rácio às operações de fusões ou aquisições por falta de significância estatística, importa referir algumas diferenças entre ambos os estudos que podem ter contribuído para a não aplicabilidade do rácio. Desde logo o facto de os autores terem aplicado esta medida a operações ocorridas na Europa e no nosso caso ter sido aplicada a nível mundial (76% das transações ocorreram nos EUA), assim como o facto dos autores terem estudado as alterações ao rácio em 5 a 6 anos após a operação e nós apenas 3 anos.

#### *Margem de intermediação (IM – interest margin)*

Na Tabela 11, podem ser observadas as variações da margem de intermediação (IM) dos bancos adquirentes, após a aquisição, que, foram em média (mediana) de -0,59pp (0,46), -0,18pp (-0,15), -0,16pp (-0,12) e -0,22pp (-0,13) nos anos 0, 1, 2 e 3 após a aquisição, respetivamente. Todas as variações da amostra são estatisticamente significantes (para um nível de significância de 1% no ano 0, de 5% no ano 1 e 10% nos anos 2 e 3). Quando ajustadas pelas variações verificadas no setor, as variações do IM foram em média (mediana) de -0,54pp (-0,42), -0,13pp (-0,11), -0,13pp (-0,10) e -0,19pp (-0,09). Com exceção do ano 2 após a aquisição, as restantes variações ajustadas são estatisticamente significantes. Tratando-se de um indicador que mede a rendibilidade, os valores apresentados sugerem que os bancos adquirentes sofreram um decréscimo dessa rendibilidade após a aquisição, sendo que esse decréscimo é mais acentuado no ano da própria aquisição (ano 0), porventura em resultado dessa mesma aquisição. Embora recupere nos anos posteriores, a IM é sempre inferior ao verificado antes da aquisição.

Mais uma vez, os nossos resultados contrariam análises mais atuais, de que as fusões e aquisição mais recentes melhoram a performance operacional das empresas/bancos envolvidas (os), nomeadamente o estudo de Delong e Deyoung (2007) que conclui pela melhoria do IM após a aquisição ou fusão.

**Tabela 11 – Variação do IM dos bancos adquirentes, após a aquisição**

		Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3
<b>Δ IM Amostra</b>	<b>Média</b>	-0,59%	-0,18%	-0,16%	-0,22%
	<b>Mediana</b>	-0,46%	-0,15%	-0,12%	-0,13%
	<b>Wilcoxon (Z)</b>	-4,736***	-2,158**	-4,405*	-1,633*
<b>Δ IM Ajustada</b>	<b>Média</b>	-0,54%	-0,13%	-0,13%	-0,19%
	<b>Mediana</b>	-0,42%	-0,11%	-0,10%	-0,09%
	<b>Wilcoxon (Z)</b>	-4,237***	-1,683**	-0,988	-1,437*

\*, \*\*, \*\*\* estatisticamente diferente de zero para um nível de significância igual a 10%, 5% e 1%, respectivamente

*Performance no ano 3 após a aquisição*

Finalmente, na Tabela 12 apresentamos os valores dos indicadores de performance dos bancos adquirentes, assim como a sua comparação com o setor, no terceiro ano após a transação, onde se pode comprovar, tal como seria esperado que os valores positivos obtidos no ano antes da aquisição (apresentados na Tabela 7), diminuíssem substancialmente no ano 3, passando mesmo a serem inferiores aos do setor bancário.

**Tabela 12 – Rácios dos bancos adquirentes no terceiro ano após a aquisição (ano 3)**

Rácios		Amostra	Amostra ajustada ao setor
ROE	Média	0,64%	-6,65%
	Mediana	6,39%	-0,68%
	Wilcoxon (Z)		-1.57
ROA	Média	0,20%	-0,48%
	Mediana	0,64%	0,00%
	Wilcoxon (Z)		-0.94
CFR	Média	4,64%	-6,49%
	Mediana	14,83%	3,96%
	Wilcoxon (Z)		0.98
IM	Média	3,11%	-0,10%
	Mediana	3,22%	0,01%
	Wilcoxon (Z)		-0.08

\*, \*\*, \*\*\* estatisticamente diferente de zero para um nível de significância igual a 10%, 5% e 1%, respetivamente

Para uma leitura mais fácil da evolução dos rácios, a Tabela 13 apresenta a comparação entre a amostra ajustada ao setor no ano -1 e 3. Como se pode observar no terceiro ano após a aquisição, o banco adquirente apresenta valores de rácios em análise bastante inferiores, com exceção do CFR, aos obtidos no ano anterior ao da fusão ou aquisição, mesmo tendo em atenção a diminuição verificada na generalidade do setor em resultado da crise económica e financeira que vivemos.

**Tabela 13 – Evolução dos rácios (ajustados pelos rácios do setor) apresentados pelos bancos adquirentes no ano anterior à aquisição e 3 anos após a aquisição**

Rácios		Amostra ajustada ao setor: Ano -1	Amostra ajustada ao setor: Ano 3	Ano 3 – Ano -1
ROE	Média	0,60%	-6,65%	-7,25%
	Mediana	0,39%	-0,68%	-1,07%
ROA	Média	0,12%	-0,48%	-0,59%
	Mediana	0,12%	0,00%	-0,12%
CFR	Média	-14,94%	-6,49%	8,45%
	Mediana	2,15%	3,96%	1,81%
IM	Média	0,16%	-0,10%	-0,27%
	Mediana	0,02%	0,01%	-0,01%

### *Sumário*

Como resenha dos resultados alcançados no presente estudo empírico, podemos afirmar que dos quatro rácios em análise, o ROE e o ROA dos bancos adquirentes, ajustados aos rácios do setor, tiveram uma evolução bastante negativa, apresentando significância estatística. O CFR teve uma evolução positiva, embora não possa ser considerado relevante face à ausência de significância estatística. O IM registou uma quebra inicial bastante significativa (ano 1) que foi sendo corrigida, ainda que só parcialmente, nos anos seguintes.

Daqui resulta que a performance operacional dos bancos adquirentes teve uma deterioração bastante significativa após a fusão ou aquisição, como pode ser comprovado pela evolução do ROE, que em última análise resulta na remuneração do acionista, pela quebra na produtividade, medida pelo ROA e pela quebra na rendibilidade, medida pelo IM.



## 4. Conclusão

Utilizando uma amostra de 46 fusões ou aquisições no setor bancário, ocorridas entre o dia 1 de Janeiro de 2007 e o dia 31 de Dezembro de 2009, analisamos a evolução da performance operacional dos bancos adquirentes após a realização dessa operação de fusão ou aquisição.

Como seria de esperar os resultados evidenciam um aumento considerável da dimensão dos bancos adquirentes após a operação. No entanto, esse aumento de dimensão não é acompanhado com a melhoria da performance operacional dos mesmos, antes pelo contrário, os resultados evidenciam um decréscimo acentuado da performance operacional dos bancos adquirentes nos três anos posteriores à fusão ou aquisição. Aparentemente, a crise vivida desde 2007, que tem uma incidência importante no setor bancário não impediu que os bancos comerciais se aventurassem em aquisições que se vieram a revelar como destruidoras de valor.

Os nossos resultados apontam no mesmo sentido de diversos estudos anteriores (Beccalli e Frantz, 2009; Rhoades, 1990; Rhoades, 1993; Berger e Humphrey, 1992; Pilloff, 1996), que não encontram influência positiva, ou apontam mesmo para um decréscimo da performance operacional no setor bancário após operações de fusões ou aquisições. Contradizem a explicação avançada por Delong e Deyoung (2007) para o facto das operações no setor bancário não criarem valor. Os autores tinham justificado esta situação com o facto das operações de concentração no setor bancário serem operações recentes e como tal os gestores e investidores não teriam por onde aprender. No entanto, os nossos resultados mostram que a ser verdade esta explicação, o processo de aprendizagem ainda não terminou, uma vez que os bancos continuam a realizar operações de concentração destruidoras de valor.

Colocam-se aqui as questões clássicas em relação a esta matéria. Se estas operações destroem valor, porque ocorreram? Estarão relacionadas com outras motivações que não a criação de valor para os *stakeholders*? Estaremos perante uma situação de agência, *hubris*, *herding*, enfim, questões relacionadas com o comportamento dos gestores? A resposta a esta e outras questões está fora do âmbito desta dissertação mas seriam tópicos importantes a ser analisados no futuro, sobretudo

num setor que é apontado como sendo o setor de atividade no epicentro desta crise financeira, em resultado das políticas seguidas pelos gestores.

## 5. Limitações e investigação futura

Embora a dimensão da amostra seja idêntica à do estudo de referência de performance operacional de Healy (1992), podemos apontá-la como uma das limitações do trabalho, no entanto resolvemos sacrificar em parte a dimensão da amostra em prol do impacto da aquisição na performance do banco adquirente, uma vez que limitamos a dimensão do banco adquirido a pelo menos 10% em termos de ativo total, conforme já anteriormente referido.

Em termos de investigação futura, seria naturalmente interessante efetuar um trabalho idêntico com uma amostra de maior dimensão e ter em linha de conta também a performance operacional dos bancos adquiridos antes da aquisição, conjugando a performance operacional com as medidas de eficiência de custos e de proveitos, para verificarmos até que ponto os resultados seriam alterados.

Por outro lado, seria também muito interessante efetuar um *event study* para a mesma amostra, recolhendo os dados em falta, nomeadamente as cotações dos bancos envolvidos e perceber até que ponto a utilização de uma metodologia diferente para análise das mesmas fusões e aquisições conduziria a resultados idênticos ou se por outro lado os resultados seriam substancialmente diferentes dos apresentados na presente dissertação.

Na parte final do ponto 2.4 “Porque ocorrem Fusões e Aquisições?”, foi referido que não seria fácil determinar as motivações para a ocorrência das fusões e aquisições em análise na presente dissertação e que mais natural seria terem sido influenciadas por mais que um fator, decorrente de cada uma das teorias apresentadas. Dada a exiguidade da presente dissertação não foi possível incluir esta análise, mas constituirá certamente um bom desafio para investigação futura.

## Bibliografia

- Altunbas, Y e D.M. Ibáñez, 2004, “Mergers and acquisitions and bank performance in Europe. The role of strategic similarities”, *Working paper* n. 398, European Central Bank, Frankfurt.
- Amel-Zadeh, A., 2009, “Operating performance improvements after corporate takeovers: Fact or fallacy?”, *Working paper*, University of Cambridge - Judge Business School.
- Becalli, E. e P. Frantz, 2009, “M&A operations and performance in banking”, *Journal of Financial Services Research*, vol. 36, n. 2-3, pag. 203-226.
- Berger, A.N. e D.B. Humphrey, 1992, “Bank scale economies, mergers, concentration, and efficiency: The U.S. experience”, *Working paper*, University of Pennsylvania – The Wharton School.
- Blair, M.M., S.J. Lane e M.M. Schary, 1991, "Patterns of corporate restructuring, 1955-1987", *Brookings Discussion paper* n. 91.
- Brealey, R. e S. Myers, 1991, “Principles of corporate finance”, 4th ed., New York: McGraw Hill.
- Bruner, R.F., 2003, “Does M&A pay? (chapter 3)” in R. F. Bruner, *Applied mergers and acquisitions*, Wiley Finance.
- Damodaran, A., 2008, “Acquisitions and takeovers” in *Handbook of Finance*, John Wiley & Sons, Inc.
- DeLong, G. e R. DeYoung, 2007, “Learning by observing: Information spillovers in the execution and valuation of commercial bank M&As”, *Journal of Finance*, vol. 62, n. 1, pag. 181-216.
- Fama E., L. Fisher, M. Jensen e R. Roll, 1969, “The adjustment of stock prices to new information”, *International Economic Review*, vol. 10, n.1, pag. 1-21.
- Fama E., 1970, “Efficient capital markets: A review of theory and empirical work”, *Journal of Finance*, vol. 25, n. 2, pag. 383-417.

- Gaughan, P. A., 1999, “Mergers, acquisitions and corporate restructurings”, 2nd ed., John Wiley & Sons, Inc.
- Gaughan, P. A., 2011, “Mergers, acquisitions and corporate restructurings”, 5th ed., John Wiley & Sons, Inc.
- Ghosh, A., 2001, “Does corporate performance really improve following corporate acquisitions?”, *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, n. 2, pag. 151-187.
- Golbe, D.L., L.J. White, 1993, “Catch a wave: The time series behavior of mergers”, *Review of Economics and Statistics*, vol. 75, n. 3, pag. 493-497.
- Healy, P.M., K.G. Palepu e R.S. Ruback, 1992, “Does corporate performance improve after mergers?”, *Journal of Financial Economics*, vol. 31, n. 2, pag. 135-175.
- Jarrell, G.A., J.A. Brickley e J.M. Netter, 1988, “The market for corporate control: the empirical evidence since 1980”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n. 1, pag. 49-68.
- Jensen, M.C. e W.H. Meckling, 1976, “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n. 4, pag. 305-360.
- Jensen, M.C., 1986, “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers”, *American Economic Review*, vol. 76, n.2, pag. 323-329.
- Jensen, M.C., 2004, “Agency costs of overvalued equity”, *Harvard NOM Working Paper* n. 04-26; *EGCI Finance working paper* n. 39/2004.
- Jovanovic, B. e P. Rousseau, 2002, “The Q-Theory of mergers”, *American Economic Review*, vol. 92, n. 2, pag. 198–204
- Kaplan, S., 1989, “The effects of management buyouts on operating performance and value”, *Journal of Financial Economics*, vol. 24, n. 2, pag. 217-254.
- Martynova, M. e L. Renneboog, 2005, “Takeover waves: Triggers, performance and motives”, *TILEC Discussion paper* 2005-029, pag. 1-56.

- Martynova, M. e L. Renneboog, 2008, “A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, n. 10, pag. 2148-2177.
- Martynova, M., S. Oosting, e L. Renneboog, 2006, “The long-term operating performance of European mergers and acquisitions”, *TILEC Discussion paper* 2006-030, pag. 1-40.
- Meeks, G., 1977, “Disappointing marriage: A study of the gains from merger”, *Occasional paper 51*, University of Cambridge, Cambridge University Press.
- Pilloff, S.J., 1996, “Performance changes and shareholder wealth creation associated with mergers of publicly traded banking institutions”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 28, n. 3, pag. 294-310.
- Ravenscraft, D.J. e F.M. Scherer, 1987, “Mergers, sell-offs, & economic efficiency”, The Brookings Institution.
- Rhoades, S.A., 1990, “Billion dollar bank acquisitions: A note on the performance effects”, *Working Paper*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.
- Rhoades, S.A., 1993, “Efficiency effects of horizontal (in-market) bank mergers”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 17, n. 2-3, pag. 411-422.
- Rhodes-Kropf, M. e S. Viswanathan, 2004, “Market valuation and merger waves”, *Journal of Finance*, vol. 59, n.6, pag. 2685-2718.
- Roll, R., 1986, “The hubris hypothesis of corporate takeovers”, *Journal of Business*, vol. 59, n. 2, part 1, pag. 197-216.
- Scharfstein, D. e J. Stein, 1990, “Herd behavior and investment”, *American Economic Review*, vol. 80, n. 3, pag. 465-79.
- Shleifer, A. e R.W. Vishny, 1991, “Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and implications”, *Strategic Management Journal*, vol. 12, n. S2, pag. 51-59.

- Shleifer, A. e R.W. Vishny, 2003, “Stock market driven acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, vol. 70, n. 3, pag. 295–311.
- Stigler, G., 1950, “Monopoly and oligopoly power by merger”, *American Economic Review*, vol. 40, n. 2, pag. 23-34.
- Sudarsanam, S., 2003, “Creating value from mergers and acquisitions: The challenges”, Prentice Hall/Financial Times, Pearson Education Limited.
- Vennet, R.V., 1996, “The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions”. *Journal of Banking & Finance*, vol. 20, n. 9, pag. 1531-1558.

# ANEXOS

## ANEXO 1 - Performance Operacional Após Fusão

Nesta tabela apresentamos a performance operacional das empresas adquirentes (ou agrupadas). Os resultados referem-se a aquisições domésticas bem-sucedidas entre empresas não financeiras.

Tipos de fusões e aquisições: **OPA** – Oferta Pública de Aquisição; **F** – Fusão; **F&A** – F&A's; **FH** – Fusões horizontais; **FV** – Fusões verticais; **FC** – Fusões de conglomerado; **FAR** (OPAR) – F&A relacionadas (OPA); **FANR** (OPANR) – F&A não relacionadas (OPA); 2 e 3 grau de relacionamento é baseado em 2 ou 3 dígitos do CAE (Código de Atividade Económica); **A** – Aquisição; **AA** – aquisição amigável; **AH** – Aquisição hostil; **Ações** – Pagamento em ações na totalidade; **Dinheiro**: Pagamento em dinheiro na totalidade; **EP** – Aquisição relacionada com expansão de produto; **EPN** – Aquisições por outras razões que não expansão de produto.

Resultados: “↑” – Medida de performance aumenta face ao seu *benchmark*; “=” – Medida de performance não é significativamente diferente do seu *benchmark*; “↓” – Medida de performance decresce face ao seu *benchmark*.

Janela de evento: 0 – O ano ou o dia do anúncio; (0, nA) – O período de n anos a partir do anúncio; Fecho – o dia de conclusão da aquisição; (Fecho, +nD) – O período de n dias após conclusão a aquisição; (1950, 1972) – O período de 1950 a 1972; Nível de significância: \* - Significância não reportada; a/b/c - Estatisticamente significativa ao nível de 1%/5%/10% respetivamente.

Estudo	Período Amostra	Dimens. Amostra	Janela de Evento	Tipo de F&A's	Medida de Performance Operacional	Medida de Performance ajustada por:	Result. ↑, =, ↓
Mueller (1980), EUA	1962-72	247 132 124 40 33	(0, +3A) (0, +5A) (0, +5A) (0, +5A) (0, +5A)	F&A – Todas	ROE, ROA, ROS % Crescim. VN % Crescim. Ativo total % Crescim. Alavanca % Crescim. Emprego	Setor	↓ <sup>b</sup> , ↓, ↓ ↓ <sup>b</sup> ↓ <sup>b</sup> ↑ ↓
Mueller (1985), EUA	1950-72	123	Média Anual (1950, 1972)	FH FV	Quota de mercado	Dimensão e Setor	↓ <sup>a</sup> ↓ <sup>a</sup>
Ravenscraft e Scherer (1987), EUA	1975-77	62	(0, +3A)	OPA	Res. Oper. / Ativo Cash Flow / Ativo	Setor	↓ <sup>c</sup> ↓
Seth (1990), EUA	1962-79	102 52 50 102 52 50	(Fecho, 100D)	OPA – Todas OPAR OPANR OPA – Todas OPAR OPANR	Cash Flow esperado Cash Flow esperado Cash Flow esperado % Retorno exigida % Retorno exigida % Retorno exigida	Performance antes da Fusão	↑ <sup>a</sup> ↑ <sup>a</sup> ↑ <sup>a</sup> ↓ ↓ <sup>b</sup> ↓ <sup>b</sup>
HealA, Palepu e Ruback (1992), EUA	1979-84	50	(0, +5A)	As maiores	Produtividade ativo CF Operacional Margem CF Vendas Rotação Ativo % I&D	Setor	↑ <sup>a</sup> ↑ <sup>a</sup> = ↑ <sup>a</sup> =
Clark e Ofek (1994), EUA	1981-88	25 19	(0, +2A) (0, +3A)	F&A alvo em dificuldades	EBITDA / Receitas	Setor	↓ <sup>a</sup> ↓
Dickerson, Gibson e Tsakalotos (1997), EUA	1948-77	2914	(0, +5A)	F&A – Todas	% Retorno ativos (diferentes medidas)	Dimensão da empresa e efeitos específicos de tempo	↓ <sup>a</sup>
Linn e Switzer (2001), EUA	1967-87	413 152 ND	(0, +5A)	OPA e F Ações FAR	Cash Flow / Capit. Bolsista	Setor	↑ ↓ ↓
Ghosh (2001), EUA	1981-95	315	(0, +3A)	F&A – Todas F&A – Todas F&A – Todas F&A – Todas Dinheiro Ações FAR AA	CF / Ativo Crescim. VN (CVN) Margem CF (MCF) Empr. / VN (E/VN) CVN, MCF, E/VN CVN, MCF, E/VN CVN, MCF, E/VN CVN, MCF, E/VN	Setor, Dimensão e M/B	↑ <sup>a</sup> = = ↓ ↑ <sup>c</sup> , ↑ <sup>a</sup> , ↑ <sup>b</sup> ↓, ↓, ↓ <sup>a</sup> ↓, ↓, ↓ <sup>b</sup> ↑, =, ↑
Meeks (1977), EUA	1964-72	161 73	(0, +3A), (0, +5A) (0, +3A), (0, +5A) (0, +3A), (0, +5A) (0, +3A), (0, +5A)	Todos Negóc. FAR (3 dig) FANR (3 dig) FANR (2 dig)	EBIT / Ativo Liq.	Setor e enviesamentos contabilísticos	↓ <sup>b</sup> , ↓ <sup>b</sup> ↓ <sup>a</sup> , ↓ <sup>a</sup> ↑, ↓
Cosh, Hughes e Singh (1980), RU	1967-69	109 116 225 109, 116 109, 116	(0, +3A), (0, +5A)	FV FNR Todos FH, FNR FH, FNR	Res. Liq. / Ativo Liq Res. Liq. / Ativo Liq Res. Liq. / Ativo Liq Crescim. Ativo Liq.  Rácio Alavancagem	Dimensão e Setor	↓, ↓ ↑, ↑ ↓ <sup>c</sup> , ↓ <sup>b</sup> ↑ <sup>b</sup> , ↑ <sup>b</sup> ↑ <sup>b</sup> , ↑ <sup>b</sup>



Estudo	Período Amostra	Dimens. Amostra	Janela de Evento	Tipo de F&A's	Medida de Performance Operacional	Medida de Performance ajustada por:	Result. ↑, =, ↓
Powell e Stark (2005), RU	1985-93	nd	(0, +3A)	F&A – Todas	CF/Valor Temp Dinh. CF/BV CF/Vendas	Setor, Dimensão e M/B	↑ <sup>a</sup> ↑ ↑ <sup>c</sup>
Carline, Linn e Yadav (2002), RU	1985-94	81	(0, +5A)	F&A – Todas Ações FH	Perform. Operacion. (EBITDA/VM)	Setor	↑ <sup>a</sup> ↓ <sup>b</sup> ↑ <sup>a</sup>
Gugler, Mueller, Yurtoglu e Zulehner (2003), Mundial	1981-98	1250 889 181 87 15	(0, +5A)	Todos Negóc. EUA RU EUR Cont. Japão Todos Negóc. EUA RU EUR Cont. Japão	Resultado/Ativo Resultado /Ativo Resultado /Ativo Resultado /Ativo Vendas/Ativo Vendas/Ativo Vendas/Ativo Vendas/Ativo Vendas/Ativo	Setor	↑ <sup>b</sup> ↑ <sup>c</sup> ↑ ↑ ↓ <sup>a</sup> ↓ <sup>a</sup> ↓ <sup>b</sup> ↓
Martynova, Oosting e Renneboog (2007), Europa	1997-01	155 78 10 22 6 104 42 68 34 40	(0, +3A)	Todos Negóc. Dinheiro Ações Mix HA F&AA OPA F FAR (4 dig) FANR (4 dig)	(EBITDA-WC)/BV	Setor, Dimensão e EBITDA/Ativ	= ↑ ↓ ↓ ↓ ↑ ↓ ↑ = =
Kumps e Wtterwulghe (1980), Bélgica	1962-74	21	(0, +5A)	F	Resultado Liq./C. P.  Result.Liq./Ativo % Crescim. Ativo %Crescim. Alavanc.	Dimensão e Setor	↑ ↑ ↑ ↓
Cable, Palfrey e Runge (1980), Alemanha (RFA)	1964-74	134	(0, +5A)	F	ROA, ROE, ROS % Crescim. Ativo % Crescim. Vendas	Dimensão e Setor	↑ = =
Buehner (1991), Alemanha	1973-85	31 43 19 17	(0, +3A)	FH-EP FH-EPN FV FC	ROA, ROE	Performance antes da Fusão	↑, ↓ ↓ <sup>b</sup> , ↓ <sup>c</sup> ↓, ↑ ↓ <sup>c</sup> , ↓
Janny e Weber (1980) França	1962-72	40 40 40 27 43	(0, +4A)	F&A – Todas	Proveit./Capit. próp. Proveitos/Ativo Proveitos/Vendas % Crescim. Ativo % Crescim. Vendas	Dimensão e Setor, rácio Vendas/Ativ.	↓ ↓ ↓ ↑ ↓
Peer (1980), Holanda	1962-73	35	nd	FH e FC	ROS, ROE, ROC % Crescim. Ativo %Crescim. Alavanc.	Dimensão e Setor	↓, ↓, ↓ ↓ ↓
Ryden e Edberg (1980), Suécia	1962-76	25 22 22 22 22	(0, +3A)	F&A – Todas	ROE, ROA, ROS % Crescim. Vendas % Crescim. Ativo %Crescim. Alavanc. % Crescim. Empreg.	Dimensão e Setor	↓ <sup>b</sup> , ↓, ↓ ↑ ↑ ↑ <sup>c</sup> ↑
Ikeda e Doi (1983), Japão	1964-75	44	(0, +3A)	F&A – Todas	ROE, ROA Custos/Vendas Vendas/Ativo Vendas/Empregados Crescimento Vendas	Performance dos principais concorrentes do setor	↓, = = = = =
Odagiri e Hase (1989), Japão	1980-87	33	(0, +3A)	F&A – Todas F&A – Todas FHA FHA	Result. Bruto/Ativo Crescimento Vendas Result. Bruto/Ativo Crescimento Vendas	Dimensão e Setor	↑ ↑ ↑ <sup>a</sup> ↓

Fonte: Martynova e Renneboog (2008)